

证券研究报告

汽车行业


兴业证券
INDUSTRIAL SECURITIES

3606.HK

福耀玻璃

港股通（沪、港）

审慎增持（首次）

国内磐石不倒，国际前瞻可期

2018年11月26日

市场数据

日期	2018/11/23
收盘价（港元）	24.10
总股本（亿股）	25.09
总市值（亿港元）	604.67
净资产（亿元）	190.19
总资产（亿元）	317.17
每股净资产（元）	7.58

主要财务指标

会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
营业收入(百万元)	18,716	20,375	22,241	24,157
同比增长	12.6%	8.9%	9.2%	8.6%
净利润(百万元)	3,148	4,107	4,382	4,802
同比增长	0.2%	30.5%	6.7%	9.6%
毛利率	41.7%	42.0%	42.3%	42.5%
净利率	16.8%	20.2%	19.7%	19.9%
净资产收益率	17.0%	19.7%	20.2%	20.4%
每股收益(元)	1.25	1.64	1.75	1.91
每股经营现金流(元)	1.86	1.97	2.10	2.34

相关报告

投资要点

● **中国最大的汽车玻璃制造企业，全球产能布局及优质客户结构提升抗风险能力。**公司是中国最大的汽车玻璃制造企业，在中国市占率超过六成，全球排名第二。从产能布局看，公司在全球共有约 20 个生产基地，其中海外基地分布在美国和俄罗斯，意在争取北美和欧洲市场。从客户结构看，公司的客户几乎涵盖了全球所有的主流优质品牌，包括大众、通用、宝马、奔驰等。2017 年公司前五大客户只占公司总收入的 16%。优质分散的客户结构使公司受单一客户波动的影响较小，抗风险能力更强。

● **预计公司国内汽车玻璃业务收入增速放缓，但仍好于行业。**目前中国仍然是公司的主要市场。未来公司在中国市场的增长主要依靠以下几点：1、汽车行业的增长；2、受益于保有量的提升，来自于售后市场的增长；3、市占率的进一步提升。得益于售后市场的需求及单套汽车玻璃价值量的增加，预计中国汽车玻璃行业增速快于汽车销量增速约 1 个百分点；而公司在中国业务的增速将快于行业 3 个百分点。

● **抢滩美国市场，公司国外收入增速乐观。**目前福耀在全球的市占率为 25%，位于行业第二。美国为福耀的海外经营重心，目前市占率较小，2018 年业务扭亏为盈。目前美国汽车玻璃市场需求并不强劲，因此公司主要通过提高产能利用率及抢占更多的市场份额实现收入的快速增长。目前美国工厂产能为 550 万套/年，产能利用率为 55%左右。预计 2020 年产能利用率将提升至 85%，收入增速在 20%以上。

● **福耀玻璃业务专一，产业链整合保障盈利能力。**公司专注于汽车玻璃的生产和销售，汽车玻璃业务收入占比约为 95%。随着纵深产业链的不断整合升级，浮法玻璃供应稳定，自给率达 80%-90%。以上因素助力公司毛利率连续 5 年维持在 40%以上，营业利润率连续 4 年维持在 20%左右，远远高于其他竞争者的 10%上下。公司成本优势将会持续，预计未来两年毛利率维持在 42%上下的水平。

● **我们的观点：**预计 18、19 年公司收入增速分别为 8.9%和 9.2%；预计净利润增速分别为 30.5%和 6.7%。我们预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 1.64 及 1.75 元，目标价 28.0 港元，相当于 2018 年 15.2 倍 PE，给予审慎增持评级。

风险提示：产能不及预期、汽车销量增速放缓、汇率波动、原材料价格超预期波动

海外消费研究

分析师：

张忆东

兴业证券经济与金融研究院副院长

zhangyd@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

联系人：

李明

limingyjy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

王冠桥

wangguanqiao@xyzq.com.cn

SAC: S0190515050004

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



Outperform

FUYAO GLASS (3606.HK)

Stock Connect (SH/HK)

In-depth report : Domestic Unfolding, International
Outspreading

Automobile

11/26/2018

Key Data

Nov. 23, 2018

Closing Price (HKD)	24.10
Total Shares (Mn)	2,509
Market Cap(HKD/Mn)	60,467
Net Assets (RMB/Mn)	19,019
Total Assets (RMB/Mn)	31,717
BVPS(RMB)	7.58

Key Financial Indicators

FY	2017A	2018E	2019E	2020E
Revenue (Mn/RMB)	18,716	20,375	22,241	24,157
YoY	12.6%	8.9%	9.2%	8.6%
Net Profit (Mn/RMB)	3,148	4,107	4,382	4,802
YoY	0.2%	30.5%	6.7%	9.6%
Gross Margin	41.7%	42.0%	42.3%	42.5%
Net Profit Margin	16.8%	20.2%	19.7%	19.9%
ROE (%)	17.0%	19.7%	20.2%	20.4%
EPS (RMB)	1.25	1.64	1.75	1.91
OCFPS (RMB)	1.86	1.97	2.10	2.34

Investment Key Point:

China's largest automotive glass manufacturing company, global capacity layout and quality customer structure enhance risk resistance. The company is the largest auto glass manufacturing company in China, with a market share of more than 60% in China and is the second largest in the world. In terms of capacity layout, the company has about 20 production bases around the world, including overseas bases in the United States and Russia, aiming to compete in North America and Europe. From the customer structure, the company's customers cover almost all of the world's mainstream quality brands, including Volkswagen, General Motors, BMW, Mercedes-Benz and so on. In 2017, the company's top five customers accounted for only 16% of the company's revenue. The high-quality and decentralized customer structure enables the company to be less affected by fluctuations from a single customer and to be more resistant to risks.

It is expected that the growth rate of the company's domestic auto glass business will be suspended, but it is still better than the industry. China is still the main market for the company. In the future, the growth of the company in the Chinese market mainly depends on the following points: 1. The growth of the automobile industry; 2. Benefit from the increase in the amount of ownership, the after-sales market grows; 3. The further increase in market share. Thanks to the demand in the aftermarket and the increase in the value of a single set of automotive glass, it is expected that China's auto glass industry will grow faster than auto sales by about 1%, and the company's business growth in China will be faster than the industry by 3 percentage points.

In the US market, the company's foreign revenue growth rate is optimistic. At present, Fuyao's market share in the world is 25%, ranking second in the industry. The United States is the focus of Fuyao's overseas operations. At present, the market share is small, and the business turns into a profit in 2018. At present, the demand for the automotive glass market in the United States is not strong, so the company has achieved rapid revenue growth by increasing capacity utilization and capturing more market share. At present, the capacity of the US plant is 5.5 million sets/year, and the capacity utilization rate is about 55%. It is estimated that the capacity utilization rate will increase to 85% in 2020, and the revenue growth rate will be above 20%.

FUYAO GLASS's business is very focused, the integration of the industry chain has achieved progress. The company focuses on the production and sales of automotive glass, which accounts for about 95% of revenue. With the continuous integration and upgrading of the deep industrial chain, the supply of float glass is stable, and the self-sufficiency rate is 80%-90%. The above factors helped the company's gross profit margin to remain above 40% for five consecutive years, and its operating profit margin remained at around 4% for 4 consecutive years, far below the other competitors' 10%. The company's cost advantage will continue, and the gross profit margin is expected to remain at around 42% in the next two years.

Our view: The company's revenue growth rate is expected to be 8.9% and 9.2% in 2018 and 2019 respectively; The expected net profit growth rate is 30.5% and 6.7% respectively. We give the company an EPS forecast of 2018-2019 to 1.64 and 1.75 yuan respectively, with a target price of 28.0 HKD, equivalent to 15.2 times PE in 2018, giving a outperform rating.

Risk Potential: capacity , vehicle sales growth , exchange rate , raw material prices

Analyst

Zhang Yidong

Associate Dean, Institute of Economics and Finance, Industrial Securities

Zhangyid@xyzq.com.cn

SFC: BIS749

SAC: S0190510110012

Contact

Li Ming

Limingy@xyzq.com.cn

SFC: AXK332

SAC: S0190118070111

Wang Guanqiao

wangguanqiao@xyzq.com.cn

SAC: S0190515050004

目 录

1、 公司概况：方兴未艾的汽车玻璃专业供应商	- 5 -
1.1、 主要产品：汽车玻璃及浮法玻璃	- 5 -
1.2、 主要客户：优质客户遍布全球，业务迅猛发展	- 5 -
1.3、 发展历史：近 30 年历史，是“工业 4.0”的引领者与实践者	- 7 -
1.4、 股权结构：股权结构清晰，经营稳健	- 8 -
1.5、 经营业绩：国内外收入持续稳健增长	- 9 -
2、 行业增速减缓，供求相对平衡	- 9 -
2.1、 汽车行业增长放缓，汽车玻璃需求增速略好于整车	- 9 -
2.1.1、 汽车行业逐现低迷态势，库存调整仍需时间	- 9 -
2.1.2、 汽车玻璃需求增速下降，但仍好于汽车行业增速	- 10 -
2.2、 汽车玻璃供给集中度高，生产布局遍布全球	- 13 -
2.2.1、 汽车玻璃行业壁垒明显，集中度高	- 13 -
2.2.2、 四大龙头企业呈现明显的全球化发展趋势	- 16 -
2.3、 全球汽车玻璃市场供求平衡	- 17 -
3、 巨头间竞争，公司优势突出	- 17 -
3.1、 受益于产品多元化及高端化，单车配套价值持续提升	- 17 -
3.1.1、 产品多元化，单车玻璃用量提升	- 17 -
3.1.2、 产品高端化，附加值提升	- 18 -
3.2、 布局全球，产能持续放量，海外盈利持续改善	- 19 -
3.2.1、 扎根国内市场，加强内地产能建设	- 19 -
3.2.2、 稳健扩张海外产能，未来盈利能力可期	- 21 -
3.3、 优质客户遍布全球，抗风险能力强	- 22 -
3.4、 专注汽车玻璃业务，利润率行业第一	- 23 -
4、 财务分析	- 25 -
4.1、 公司业绩：营收持续增长，毛利率超预期	- 25 -
5、 盈利预测与估值	- 29 -
5.1、 盈利预测	- 29 -
5.2、 估值与评级	- 33 -
6、 风险提示	- 34 -

图 1、 公司主要产品	- 5 -
图 2、 公司客户遍布全球	错误!未定义书签。
图 3、 公司工厂及研发机构遍布全球	- 6 -
图 4、 福耀集团股权结构	- 8 -
图 5、 在大陆与国外市场发展迅猛	- 9 -
图 6、 FY2017 国内市场销量占比达 61.8%	- 9 -
图 7、 全球汽车销量	- 9 -
图 8、 中国汽车销量	- 9 -
图 9、 SUV 销量同比增速持续高于轿车	- 10 -
图 10、 SUV 市占率不断提升	- 10 -
图 11、 中国进口车占比增加	- 11 -
图 12、 中国豪车销量持续增加	- 11 -
图 13、 2017 年汽车玻璃龙头企业全球格局	- 14 -
图 14、 中国汽车玻璃行业格局	- 14 -

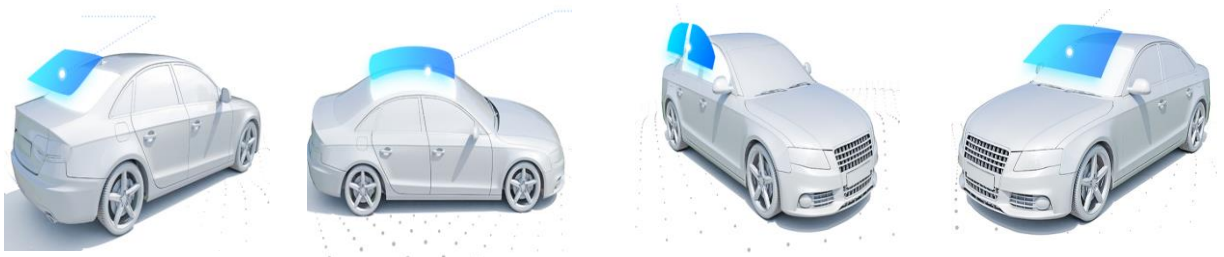
图 15、	除福耀玻璃外，汽车玻璃龙头企业业务种类相对多样.....	- 15 -
图 16、	龙头企业全球营收来源	- 16 -
图 17、	福耀玻璃研发费用	- 18 -
图 18、	研发费用率对比	- 18 -
图 19、	公司汽车玻璃产品单价及增速	- 19 -
图 20、	福耀玻璃国内收入及增速	- 19 -
图 21、	福耀营收增速与国内汽车销量增速对比.....	- 19 -
图 22、	公司国内生产及商务基地	- 20 -
图 23、	公司客户结构分散	- 23 -
图 24、	各业务收入占比变化	- 23 -
图 25、	各业务毛利占比变化	- 23 -
图 26、	2017 年各龙头企业营收结构对比	- 24 -
图 27、	汽车玻璃业务营业利润率对比	- 25 -
图 28、	EBITDA 利润率.....	- 25 -
图 29、	营业收入及增速同比情况	- 25 -
图 30、	公司毛利及增速历年情况	- 25 -
图 31、	分区营业收入增速同比情况	- 26 -
图 32、	公司历年净利及增速情况	- 26 -
图 33、	2017 年净利润归因分析	- 26 -
图 34、	1H2018 年净利润归因分析.....	- 27 -
图 35、	人民币元/1 美元	- 28 -
图 36、	费用率历年情况	- 28 -
图 37、	公司历年资产负债率	- 29 -
图 38、	公司历年 ROA、ROE.....	- 29 -
图 39、	公司汽车玻璃成本结构	- 30 -
图 40、	公司浮法玻璃成本结构	- 30 -
图 41、	全国浮法玻璃销售加权平均价	- 31 -
图 42、	聚乙烯全国市场均价	- 31 -
图 43、	工业天然气市场价格	- 31 -
图 44、	全国电煤价格指数	- 31 -
图 45、	重质纯碱市场价格	- 31 -
图 46、	PE Band.....	- 34 -
表 1、	公司发展历史	- 7 -
表 2、	公司主要股东（截止至 2018 年三季度）	- 8 -
表 3、	中国汽车玻璃市场需求测算	- 11 -
表 4、	美国汽车玻璃市场需求测算	- 12 -
表 5、	全球汽车玻璃市场需求测算	- 13 -
表 6、	2017 年全球汽车玻璃龙头企业工厂布局.....	- 16 -
表 7、	公司新产品详细信息	- 17 -
表 8、	公司国内汽车玻璃产能	- 20 -
表 9、	公司国内浮法玻璃产能	- 21 -
表 10、	公司在海外产能布局	- 22 -
表 11、	汇率对公司净利润的影响.....	- 27 -
表 12、	公司盈利预测	- 32 -
表 13、	WACC 计算过程.....	- 33 -
表 14、	行业估值表	- 33 -

1、公司概况：方兴未艾的汽车玻璃专业供应商

1.1、主要产品：汽车玻璃及浮法玻璃

福耀集团主要生产汽车玻璃及浮法玻璃两大类产品，其中汽车玻璃为公司主要产品，约占公司总营收的 95%。浮法玻璃主要用于内部销售，收入占比较小。汽车玻璃主要有以下三类：分别为夹层玻璃、钢化玻璃和区域钢化玻璃，均能承受较强的冲击力。按产品部位及功能划分，公司的产品细分为抬头显示玻璃、隔音玻璃、玻璃天线、隔热玻璃、可加热玻璃、轻量化玻璃、半钢化夹层玻璃、憎水玻璃、智能调光玻璃等。浮法玻璃是汽车玻璃的主要原料，约占汽车玻璃成本的 30% 左右。浮法玻璃的原材料有纯碱、硅砂、芒硝及石灰石等，在制造过程中消耗的绝大部分能源为天然气。

图1、公司主要产品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、主要客户：优质客户遍布全球，业务迅猛发展

福耀集团（全称福耀玻璃工业集团股份有限公司），1987 年成立于中国福州，是专注于汽车安全玻璃和工业技术玻璃领域的大型跨国集团，于 1993 年在上海证券交易所主板上市（A 股代码：600660 SH），于 2015 年在香港交易所上市（H 股代码：3606 HK）。公司主要从事浮法玻璃及汽车用玻璃制品的生产及销售，产品不但配套国内汽车品牌，更已成为国外知名汽车生产品牌的合格供应商。福耀玻璃为宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒、日产、本田、现代、菲亚特、沃尔沃、路虎等世界知名品牌，以及中国各汽车厂商提供全球 OEM 配套服务。在中国每三辆汽车中，有两辆使用福耀玻璃，目前产品全球市占率为 25%，全球排名第二。

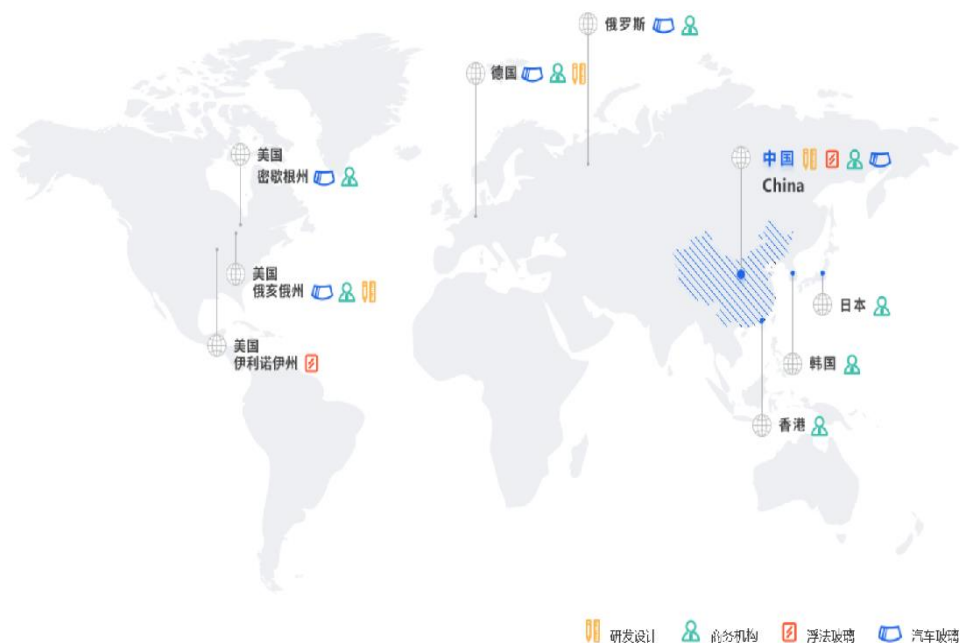
图2、公司客户遍布全球



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

在整车厂附近建设工厂，研发及商务机构遍布全球。为了快速响应汽车生产厂家的需求及节省运输成本，公司在整车厂附近设立工厂，快速扩张生产和经营网络。福耀玻璃目前已在中国、美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等国家和地区建立现代化生产基地和商务机构。在中国，公司分别在长春、通辽、沈阳、本溪、北京、天津、郑州、苏州、上海、荆门、重庆、福清、广州和香港等 14 个城市及地区进行布局。在过去 10 年间其在中国内地市场与海外市场的销售增幅均十分强劲。

图3、公司工厂及研发机构遍布全球



资料来源：公司官网、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、发展历史：近 30 年历史，是“工业 4.0”的引领者与实践者

曹德旺先生于 1987 年建立了耀华汽车玻璃公司（即福耀玻璃的前身），专攻汽车玻璃维修市场。1993 年福耀玻璃正式在上海证券交易所挂牌，成为同行业首家上市公司。经过 30 多年的发展，公司不断扩张国内外市场，打通了较完善的上下游产业链，内部管理逐渐精细化，毛利率持续向好。2015 年 9 月开始，公司进行工厂智能化改造，不断加大科技研发投入，其信息技术与生产自动化技术位居全球同行业前列。公司在中国、美国和德国分别建立研发机构，目前高附加值产品销量占比达到总销量的三分之一以上。

表1、公司发展历史

年份	事件
1987 年	于中国福清市成立中外合资企业
1989 年	开始向香港出售汽车玻璃 开始向广州出售汽车玻璃
1991 年	开始向加拿大 TCG International Inc. 出口汽车玻璃，业务拓展至海外发达国家
1992 年	改为股份有限公司
1993 年	公司 A 股在上海证券交易所上市 在香港成立多家子公司
1994 年	在美国成立美国绿榕玻璃工业有限公司，开始海外扩张
1995 年	组建福耀玻璃工业集团股份有限公司
2000 年	福耀集团长春有限公司在吉林长春注册成立
2002 年	加拿大贸易法裁定，福耀玻璃赢得中国入世后第一起反倾销案 与 Hyundai Mobis Company 签订一份供应协议
2003 年	开始拓展浮法玻璃项目
2005 年	成功与德国奥迪签订汽车玻璃配套供货协议
2006 年至 2008 年	在德国、韩国、日本及美国成立子公司，为上述市场的配套客户提供销售及服务
2009 年	董事长曹德旺获安永授予的“年度全球企业家奖”，成为首位华人得主
2011 年	在俄罗斯建立汽车玻璃生产项目与俄罗斯卡卢加州政府签署协议
2013 年	俄罗斯汽车玻璃生产基地一期建成
2014 年	从 PPG 收购位于美国伊利诺伊州 Mt.Zion 的浮法玻璃生产基地
2015 年	福耀玻璃 H 股成功发售 美国代顿工厂开始生产汽车玻璃；芒山工厂浮法玻璃生产线点火
2016 年	福耀美国汽车玻璃工厂竣工投产
2017 年	福耀欧洲公司在德国奠基

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.4、股权结构：股权结构清晰，经营稳健

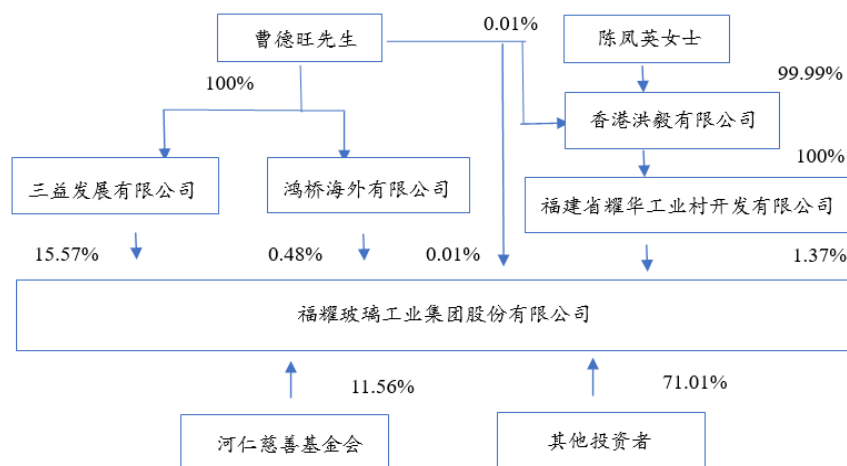
公司股权结构清晰。公司单一最大股东曹德旺董事长兼执行董事直接及间接持有福耀玻璃 16.1%的股权，一致行动人合计持有公司 29.1%的股份，对公司控制权比较稳定。河仁慈善基金会为曹德旺先生捐赠 3 亿股公司股票成立的慈善基金会，该基金会负责人为曹德旺先生兄长曹德淦先生，陈凤英、曹德淦和曹德旺是一致行动人。

表2、公司主要股东（截止至 2018 年三季度）

股东名称	直接持股数量	占已发行普通股比例(%)	股东类型
三益发展有限公司	390,578,816	15.57	持股 5%以上股东
河仁慈善基金会	290,000,000	11.56	持股 5%以上股东
白永丽	34,653,315	1.38	其他
福建省耀华工业村开发有限公司	34,277,742	1.37	其他
中国证券金融股份有限公司	28,016,398	1.12	机构投资者
全国社保基金四零六组合	25,652,841	1.02	机构投资者
中央汇金资产管理有限责任公司	24,598,300	0.98	机构投资者
李海清	21,942,159	0.87	其他
合 计	849,719,571	33.87	

资料来源：公司年报，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图4、福耀玻璃股权结构

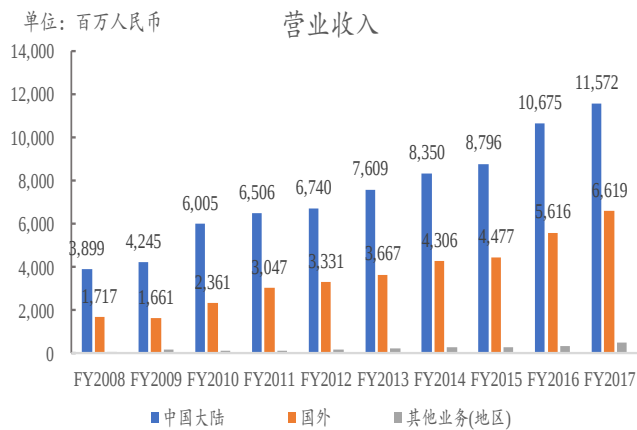


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

1.5、经营业绩：国内外收入持续稳健增长

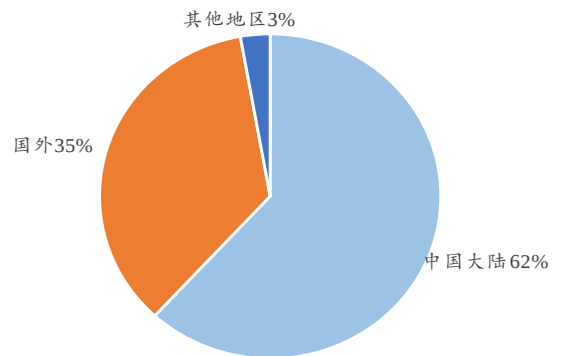
公司在国内与国外市场均发展迅猛，收入持续稳健增长。2017 年公司共录得营业收入 187.2 亿元，同比增长 12.6%；1H2018 公司共录得营业收入 100.9 亿元，同比增长 15.7%。从收入结构看，中国大陆市场始终是公司的主要营收来源，收入占比达到 61.8%；海外市场发展不断向好，近几年营收增速维持在 20%以上，收入占比达到 35.4%。

图5、在大陆与国外市场发展迅猛



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、FY2017 国内市场销量占比达 61.8%



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

2、行业增速减缓，供求相对平衡

2.1、汽车行业增长放缓，汽车玻璃需求增速略好于整车

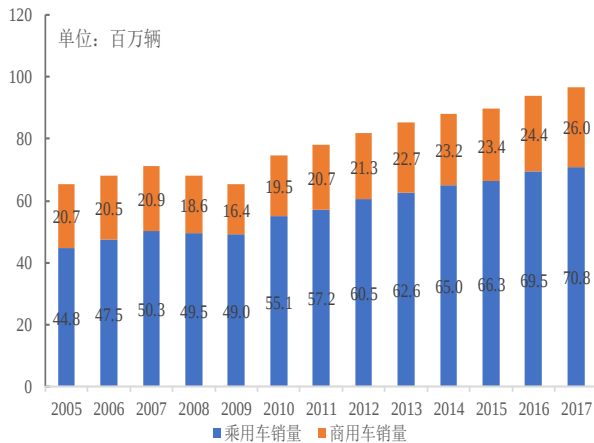
2.1.1、汽车行业逐现低迷态势，库存调整仍需时间

根据中国汽车工业协会数据，2017 年全球汽车销量达到 9,680 万辆，同比增长 3.1%。其中中国销量达 2,888 万辆，同比增长 3.0%，与全球增长速度基本持平，但远远低于中国 16 年的 13.7%及全球 16 年的 4.7%同比增速。虽然 1H2018 中国汽车销量达到 1407 万辆，同比增速 5.6%，高于 17 年同期的 3.8%，但 10 月份国内累计销量首次出现负增长，汽车产销量同比降幅分别为 10%、11%。中国汽车需求疲弱主要归因于以下几点：1、过去几年的棚改、城镇化、购置税优惠政策透支了部分销量；2、不可否认近些年汽车行业增速较快，导致基数较大；3、消费者信心指数下降，汽车消费对此极为敏感。因此预计汽车行业的竞争态势加剧，仍需一定的缓和调整时间。预计 18 年中国汽车销量增速为-2%，全球为 0%。

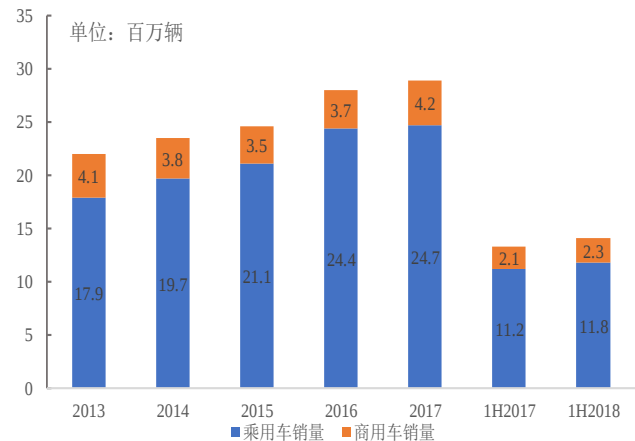
图7、全球汽车销量

图8、中国汽车销量

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.2、汽车玻璃需求增速下降，但仍好于汽车行业增速

➤ 预计中国汽车玻璃需求增速下降，略好于整车行业：

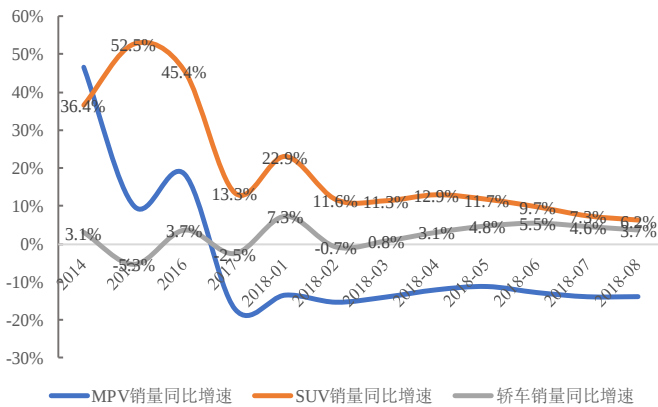
经测算，2017年中国汽车玻璃需求约为3,162万套，预计2018年中国汽车玻璃市场需求为3,128万套，增速在-1%左右。汽车玻璃市场需求分为两部分，其中一部分为OEM市场需求，即当年新车整车玻璃配套的需求。在OEM市场，每辆车配一套汽车玻璃。2017年中国新车产量为2,902万辆，对应的OEM市场为2,902万套。另一部分为AM市场需求，即售后维修需求，主要由汽车保有量及汽车玻璃平均损坏率决定。中国2017年汽车保有量为2.2亿辆，汽车玻璃平均损坏率为4%；在损坏的汽车中，每辆车玻璃破损面积约为总玻璃面积的30%，即损坏部分约为0.3套/辆，故对应的AM市场约为260万套（ $21700 \times 0.04 \times 0.3$ ）。

预计未来几年中国汽车玻璃单套价值增速维持在2%：

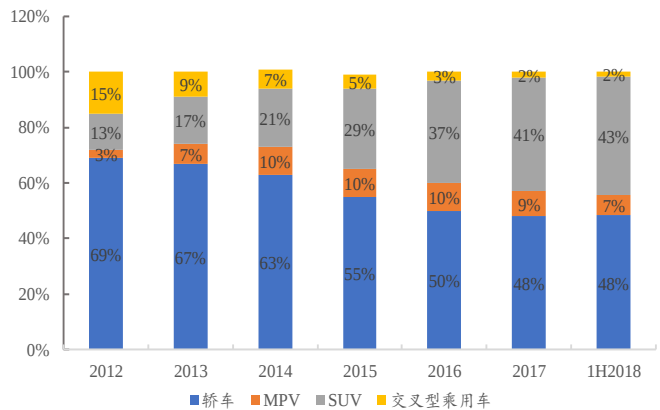
SUV热销，汽车玻璃单套用量增加。近些年SUV车型在中国的市场份额快速增长，市占率从2012年的13%增长到2017年的41%，且SUV销量同比增速持续高于轿车销量增速。根据中国汽车工业协会预测，2018年SUV销量将会达到1,152万辆，同比将会增长11%。预计未来SUV的销量占比会稳定在45%左右。经过测算，平均轿车汽车玻璃用量为3.5平方米，而SUV车型的平均汽车玻璃用量为4.5平方米。另外全景天窗车型的流行会进一步刺激汽车玻璃销量增长。得益于近几年SUV车型的热销及全景天窗的流行，2018年单车玻璃用量由十年前的约3.3平方米/套增加至约4.0平方米/套。

图9、SUV销量同比增速持续高于轿车

图10、SUV市占率不断提升



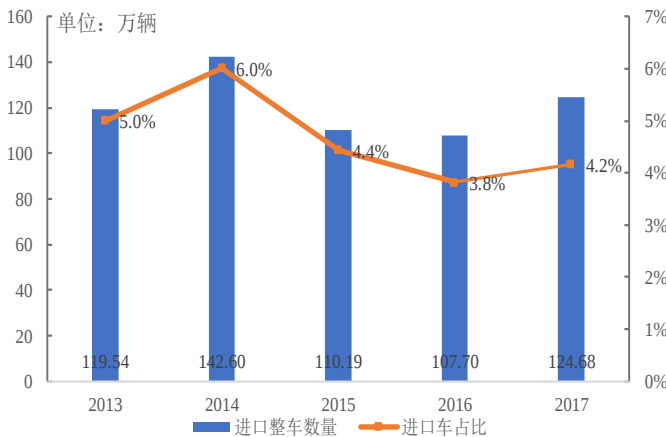
资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

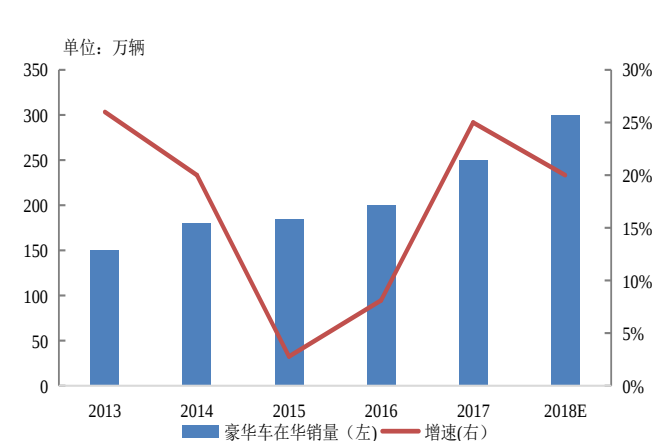
豪车热销，汽车玻璃单套附加值提升。2017年中国豪华品牌乘用车销量增速为17%，远高于乘用车行业增速，占乘用车市场份额的9%。另外受进口关税降低的影响，中国豪华车销量占比将有所提升。目前，进口关税降到15%，税率的下降使得消费者支付价格下降约8%，刺激豪华车的需求。近几年为汽车替换高峰期，消费者换车年限的大幅缩短也为豪车销量贡献增长。随着进口关税降低，升级换代需求、汽车金融渗透率持续上升以及更多车型覆盖细分市场，豪华车及超豪华品牌乘用车仍将保持两位数增长。

图11、中国进口车占比增加



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、中国豪华车销量持续增加



资料来源：中汽协，兴业证券经济与金融研究院整理

表3、中国汽车玻璃市场需求测算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	2016 年	2017 年	2018E	2019E
中国汽车产量 (万辆)	2,812	2,902	2,844	2,901
YOY		3.2%	-2.0%	2.0%
中国汽车保有量 (万辆)	19,400	21,700	23,653	25,782
YOY		12%	9%	9%
中国汽车玻璃 OEM 市场规模 (万套)	2,812	2,902	2,844	2,901
汽车服务中国汽车玻璃 AM 市场规模 (万套)	233	260	284	309
中国汽车玻璃市场总规模 (万套)	3,045	3,162	3,128	3,210
YOY		3.9%	-1.1%	2.6%
汽车玻璃单套价值 (元/套)	570	581	593	605
YOY		2.0%	2.0%	2.0%
中国汽车玻璃市场总规模 (亿元)	174	184	185	194
YOY		5.9%	0.9%	4.7%

资料来源：中汽协，wind，兴业证券经济与金融研究院

➤ 预计美国汽车玻璃需求增速转好，规模逐渐平稳：

经测算，美国市场 2017 年汽车玻璃需求约为 1,436 万套，预计 2018 年汽车玻璃市场需求达到 1,405 万套，规模逐渐稳定。美国是仅次于中国的第二大汽车市场，年销量稳定在 1,000 万辆以上，对应的汽车玻璃市场空间在 120 亿元左右。美国 2017 年汽车保有量为 2.6 亿辆，汽车玻璃平均损坏率为 4%，损坏部分约为 0.3 套/辆，故对应的 AM 市场为 317 万套（26,000*0.3*0.04）。由于汽车玻璃逐渐向智能化高端化发展，因此预测汽车玻璃单套价值增速稳定在 3%。

表4、美国汽车玻璃市场需求测算

	2016 年	2017 年	2018E	2019E
美国汽车产量 (万辆)	1,220	1,119	1,085	1,085
YOY		-8%	-3%	0%
美国汽车保有量 (万辆)	26,400	26,400	26,664	26,931
YOY		0%	1%	1%
美国汽车玻璃 OEM 市场规模 (万套)	1,220	1,119	1,085	1,085
汽车服务美国汽车玻璃 AM 市场规模 (万套)	317	317	320	323
美国汽车玻璃市场总规模 (万套)	1,537	1,436	1,405	1,408
YOY		-7%	-2%	0%
汽车玻璃单套价值 (元/套)	780	800	824	849
YOY		3%	3%	3%
美国汽车玻璃市场总规模 (亿元)	120	115	116	120
YOY		-4%	1%	3%

资料来源：中汽协，wind，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 预计全球汽车玻璃需求增速稳中有升：

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经测算，2017 年全球市场汽车玻璃需求约为 11,797 万套，预计 2018 年全球汽车玻璃市场需求为 11,885 万套，增速在 1%左右。2017 年全球的新车产量为 9,730 万辆，对应的 OEM 市场为 9,730 万套。2017 年全球汽车保有量为 13.78 亿辆，汽车玻璃平均损坏率约为 5%，损坏部分约为 0.3 套/辆，故对应的 AM 市场为 2,067 万套（137,800*0.05*0.3）。预计汽车玻璃单套价值增速稳定在 3%。

表5、全球汽车玻璃市场需求测算

	2016 年	2017 年	2018E	2019E
全球汽车年产量 (万辆)	9,506	9,730	9,730	9,827
YOY		2%	0%	1%
全球汽车保有量 (万辆)	132,000	137,770	143,659	149,672
YOY		4%	4%	4%
全球汽车玻璃 OEM 市场规模 (万套)	9,506	9,730	9,730	9,827
汽车服务全球汽车 玻璃 AM 市场规模 (万套)	1,980	2,067	2,155	2,245
全球汽车玻璃市场 总规模 (万套)	11,486	11,797	11,885	12,072
YOY		3%	1%	2%
汽车玻璃单套价值 (元/套)	750	750	773	796
YOY		0%	3%	3%
全球汽车玻璃市场 总规模 (亿元)	861	885	918	961
YOY		3%	4%	5%

资料来源：中汽协，wind，兴业证券经济与金融研究院

➤ 总结：预计汽车玻璃行业增速会快于汽车行业增速约 1 个百分点

预计 18、19 年中国汽车玻璃需求增速分别为-1%和 3%，美国分别为-2%和 0%，全球市场分别为 1%和 2%，均快于各自汽车行业增速约 1 个百分点。随着中国经济的发展，潜在汽车消费需求仍然巨大，中国中长期汽车市场仍拥有较大的增长潜力，未来汽车玻璃需求增速有望提高。

2.2、汽车玻璃供给集中度高，生产布局遍布全球

2.2.1、汽车玻璃行业壁垒明显，集中度高

汽车玻璃行业是典型的重资产行业，汽车玻璃龙头企业具有客户资源集中优势、经济效益优势、技术优势及产业链一体化优势，中小厂商不具备大规模稳定供货的能力，也不具备规模经济效应。

目前汽车玻璃行业格局稳定，市场由四家龙头企业占领。这四家龙头企业分别为

日本旭硝子株式会社、福耀集团、日本板硝子株式会社、法国圣戈班集团。2017

年旭硝子、福耀玻璃、板硝子、圣戈班四家占据了全球汽车玻璃市场 88.0% 的市场份额。旭硝子、福耀玻璃、板硝子、圣戈班四家公司 2017 年汽车玻璃业务营收依次为 223、178、171、161 亿元，全球市占率分别为 27.5%、21.9%、21.1%、17.6%，目前福耀玻璃排名第二。在中国市场，2017 年福耀玻璃市占率约为 60%，为绝对龙头。美国的汽车玻璃市场基本被旭硝子、板硝子、福耀、圣戈班四家瓜分，福耀在美国市场的市占率在 20% 左右。

图13、2017 年汽车玻璃龙头企业全球格局

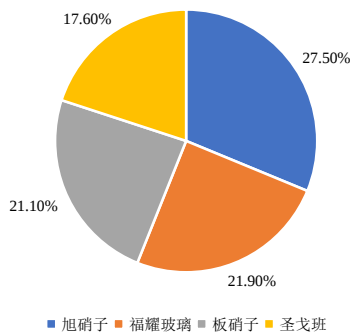
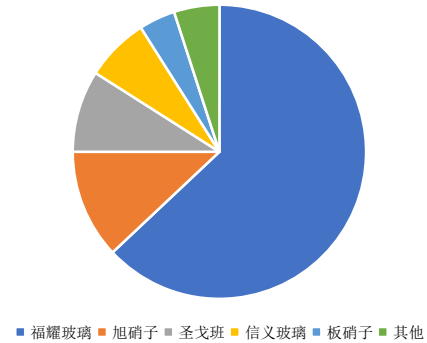


图14、中国汽车玻璃行业格局



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

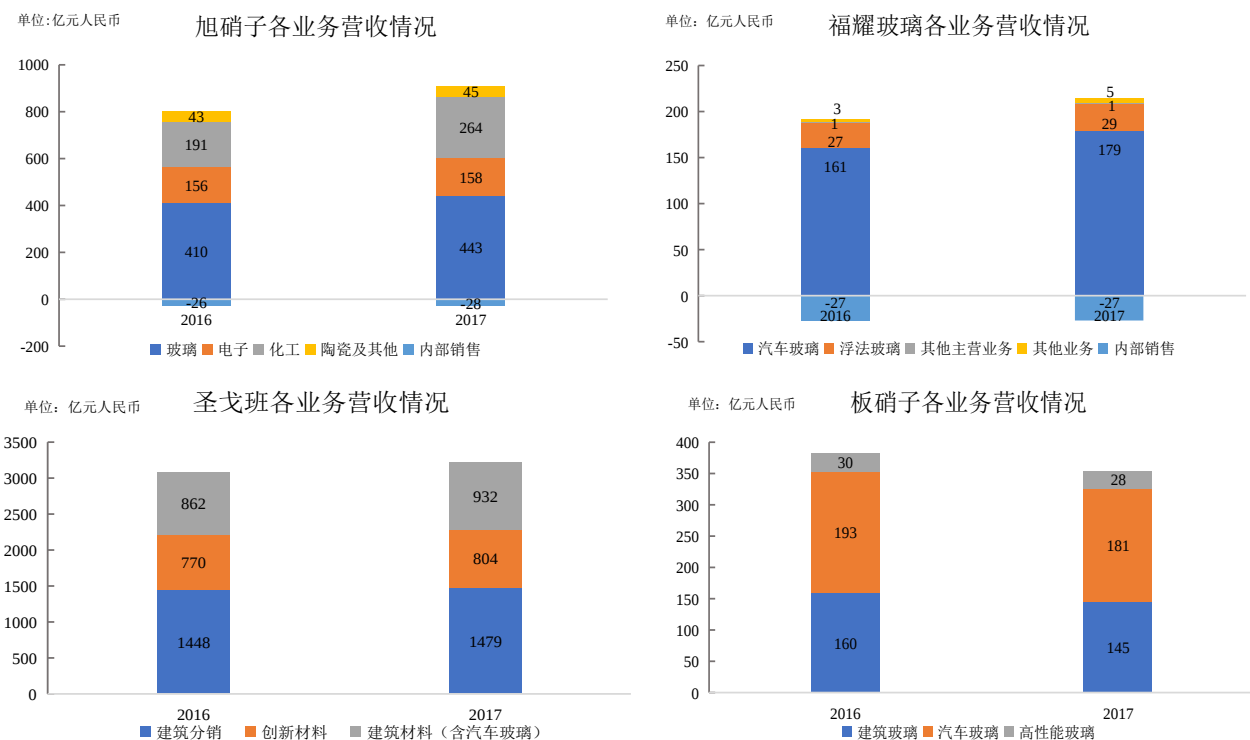
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- **旭硝子**：公司于 1907 年 9 月创立，母公司是三菱集团。三菱集团涉足采矿、造船、银行、保险、仓储和贸易、纸、钢铁、玻璃、电气设备、飞机、石油和房地产等行业。旭硝子共涉及 5 大板块生产经营：玻璃、电子、化学工业陶瓷及新事业。在汽车玻璃领域，旭硝子主要生产夹层玻璃和钢化玻璃相关产品，主要包括夹层玻璃、钢化玻璃、集成天线玻璃、隐私玻璃和简化汽车装配。2017 年公司录得营业总收入 847 亿元人民币，玻璃业务录得营收 443 亿元人民币，其中汽车玻璃业务录得营收 223 亿元人民币，占总营收的 25%。汽车玻璃业务的营业利润率为 4% 左右。下游客户包括奔驰、奥迪、宝马、通用、福特、丰田、本田、三菱、斯巴鲁、铃木等。
- **板硝子**：公司成立于 1918 年，于 2006 年 6 月收购了英国著名的玻璃制造商皮尔金顿 PLC。板硝子主要从事玻璃制品的制造和销售。公司经营涉及三个业务领域，分别为建筑玻璃、汽车玻璃以及高性能玻璃。建筑玻璃部门提供用于建筑材料市场的玻璃板和太阳能电池用玻璃。汽车玻璃部门提供用于新汽车装配和修理用途的玻璃制品。高性能玻璃部分为小型显示器，打印机镜头和光学部件以及玻璃纤维产品(如电池隔板和发动机同步带材料)提供薄板玻璃。2017 年公司录得营业总收入 354 亿元人民币，其中汽车玻璃业务录得营收 181 亿元人民币，录得营业利润率 4% 左右。下游客户包括奔驰、宝马、通用、丰田、沃尔沃、克莱斯勒、标致、日产等。
- **圣戈班**：圣戈班是法国的建筑和高性能材料和包装生产商，加工商和分销商。

公司在全球提供创新材料、建筑产品及建材分销这三类产品和服务。公司在中国主要从事八项产品的生产制造：穆松桥管道、建筑材料、陶瓷材料、量子/舒热佳膜、磨料磨具、高性能塑料、汽车玻璃和高性能玻璃纤维。目前，圣戈班安全玻璃在中国有上海、青岛和武汉三家工厂和遍布全国配套整车厂的十多个服务中心。圣戈班安全玻璃在中国每年生产 200 万套整车玻璃，并与国内主要汽车生产商保持密切的合作，为他们提供高品质的汽车前挡、侧挡、后挡、天窗玻璃及协同开发等高附加值服务。2017 年公司录得营业总收入 3215 亿元人民币，其中汽车玻璃业务录得营收 160.8 亿元，营业利润率为 20% 左右。下游客户包括宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒、日产、本田、现代、菲亚特、沃尔沃、路虎等。

- **信义玻璃：**公司成立于 1988 年，是全球领先的综合玻璃制造商。公司产品涵盖优质浮法玻璃、汽车玻璃、建筑节能玻璃等领域。公司 2017 年拥有汽车玻璃产能 1640 万套/年，占全球汽车玻璃替换市场约 25% 的市场份额。2017 营收 123.1 亿元，其中汽车玻璃营收 35.7 亿元。占比 29%，由于公司汽车玻璃市占率较小，配套客户较低端，业务体量较小，不是公司的核心业务。近两年随着浮法玻璃业务营收占比超过 50%，汽车玻璃业务逐步萎缩，无法与福耀玻璃汽车玻璃业务抗衡，因此不做重点比较。

图15、除福耀玻璃外，汽车玻璃龙头企业业务种类相对多样

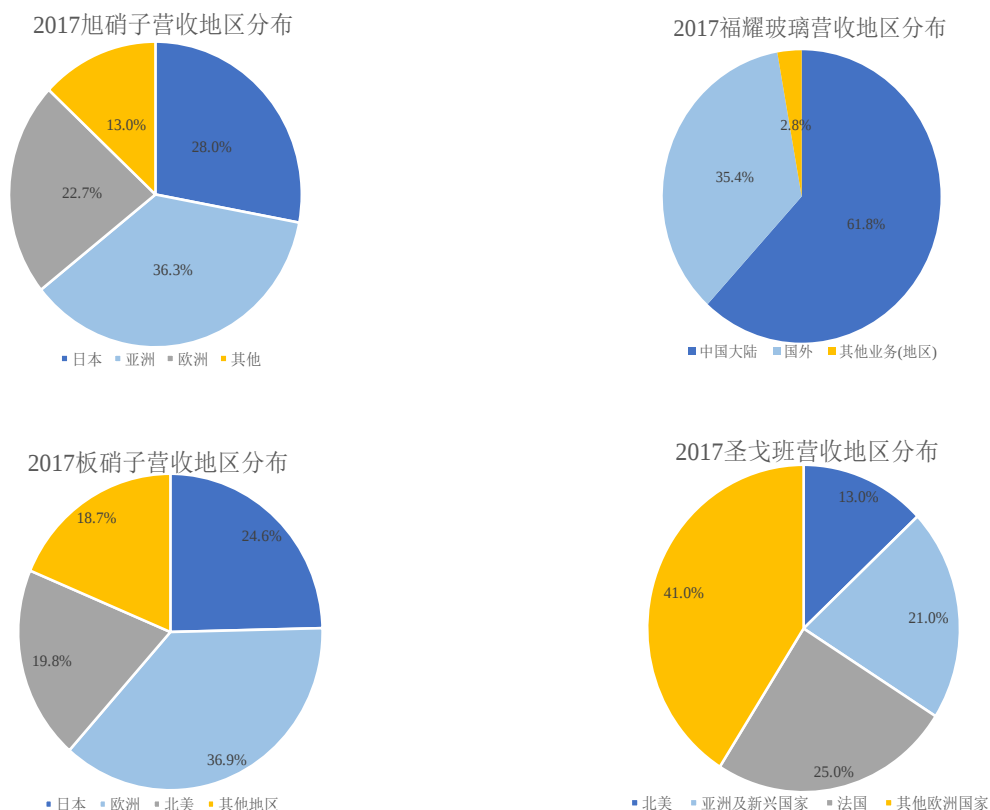


资料来源: Bloomberg, 兴业证券经济与金融研究院整理

2.2.2、四大龙头企业呈现明显的全球化发展趋势

汽车玻璃龙头企业营收来源分布全球。从收入结构来看，龙头企业汽车玻璃业务收入来源分布广泛，其中来源于本土的收入只占总收入的 30% 左右。福耀在中国大陆汽车玻璃业务营收占比为 62%，全球化速度略慢于主要竞争对手，是未来的发展方向。目前福耀在海外的产能主要分布在美国，随着美国工厂产能释放，市场占有率的进一步提升，公司收入来源会进一步多元化。

图16、龙头企业全球营收来源



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

汽车玻璃龙头企业生产工厂遍布全球。全球布局是汽车玻璃行业发展趋势，有利于企业降低风险、快速响应。随着汽车玻璃行业集中度逐步提高，龙头企业纷纷进行全球生产布局，在汽车生产厂家附近建厂供货，以寻求优质客户和先发优势。在汽车生产厂家附近建厂生产有利于汽车玻璃供给厂商快速响应市场需求，提高沟通效率，降低运输成本。

表6、2017 年全球汽车玻璃龙头企业工厂布局

	亚洲	欧洲	北美	南美	非洲
福耀玻璃	13	2	2		

信义玻璃	7				
旭硝子	11	8	3	1	1
板硝子	7	8	5	2	
圣戈班	9	34	3	2	1

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、全球汽车玻璃市场供求平衡

2017 年，福耀玻璃在全球共生产汽车玻璃 2,792.7 万套。根据市场占有率推算，旭硝子 2017 年共生产汽车玻璃 3,507 万套左右，板硝子生产 2,691 万套，圣戈班生产 2,244 万套左右。全球汽车玻璃共生产 11,235 万套左右。上文提到推测 2017 年汽车玻璃需求约为 11,797 万套/年，因此推算目前汽车玻璃市场供求平衡。

3、巨头间竞争，公司优势突出

3.1、受益于产品多元化及高端化，单车配套价值持续提升

3.1.1、产品多元化，单车玻璃用量提升

公司不断研发新产品，单车平均玻璃用量由 3.7 平方米增长到 4.033 平方米。随着消费者对汽车的舒适性、功能性、娱乐性、美观性及个性化的要求日渐提升，公司的汽车玻璃外观件、功能件和安全件的渗透力持续提升，汽车玻璃的种类也越来越多样化。公司将天线、电子元件、包边条和加热线等元件进行集成，进一步拓宽了产品种类。随着产品结构改善，高端产品占比持续提升。

表7、公司新产品详细信息

	主要功能	产品原理	应用部位	配套车型
玻璃天线	取代外置天线、经久耐用	采用银浆将天线图案印在玻璃内表面,再加热成型,可接收 FM/AM/TV/GPS 等信号	前后挡风玻璃、天窗	产品认证阶段
隔热玻璃	反射红外线,节能减排	采用磁控真空溅射技术,在汽车玻璃内表面镀 9~20 层厚 50- 300 纳米的金属化合物膜,起到反射太阳能的作用	前后挡风玻璃、门玻璃、天窗	N/A
轻量化玻璃	降低车身重量,减少油耗	采用特殊的钢化工艺加工 2.6mm 以下的浮法玻璃,大幅降低钢化玻璃的重量	前后挡风玻璃、门玻璃	已取得订单
氛围灯玻璃	气氛柔和、视觉享受	在玻璃中间加入 PDLC 膜,通过调节电压使膜中粒子按一定方向排列	天窗	产品认证阶段
太阳能玻璃	太阳能转化成电能	在玻璃里加入太阳能电池组件,当太阳光照射电池组件上的半导体 PN 结时,就会在 PN 结的两边出现电压,产生电流,太阳能电池就开始工作,为车提供能源	天窗	产品认证阶段

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

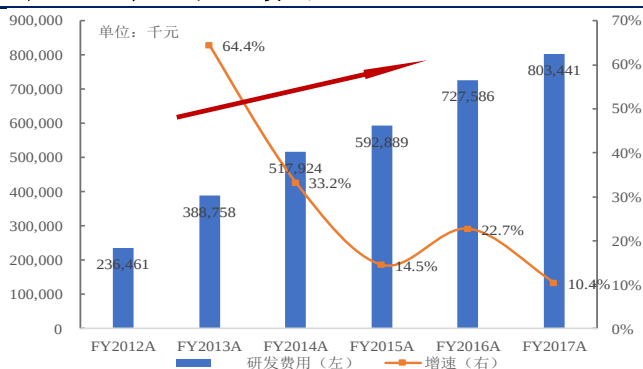
外饰件集成玻璃	造型美观、风阻小	包边注塑或后装集成不锈钢或铝合金亮饰条、彩色字标、PMMA高亮饰条等外饰件的玻璃总成产品,达到流畅的车身线条及客户需要的外观造型。	前后挡风玻璃、门玻璃、天窗	N/A
滑动窗总成	手动电动开合方式集成	一片或多片小窗总成,与固定式车窗通过后装配集成,实现小窗在固定式车窗上的导轨上活动形成可开合功能。	门玻璃、后挡风玻璃	N/A

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

3.1.2、产品高端化，附加值提升

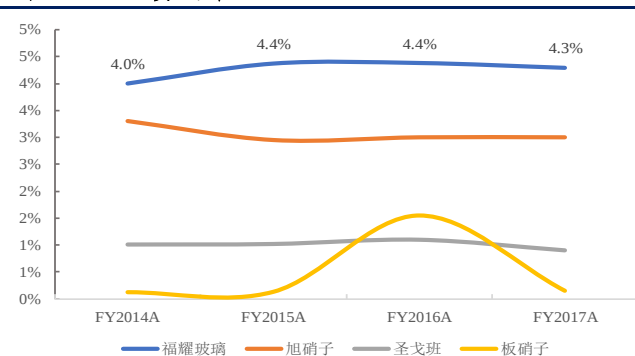
公司高投入保证高端产品研发。福耀集团从材料、产品、工艺、设备等方面进行全方位的研发。公司分别从安全舒适，节能环保，造型美观，智能集成这四大维度展开新技术产品研发。福耀玻璃 2012 年研发费用为 2.4 亿元人民币，2017 年研发费用增长至 8.0 亿元人民币，12-17 年复合增速为 27.7%。福耀玻璃的研发费用率保持在 4% 左右，明显高于其他龙头企业。

图17、福耀玻璃研发费用



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

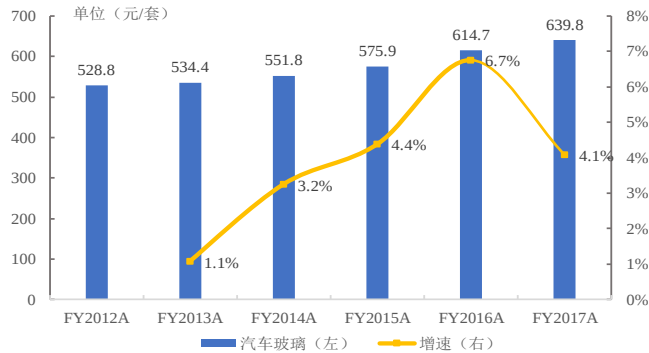
图18、研发费用率对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司产品单价持续提升。公司的高端产品主要是包边玻璃及具有附加功能的玻璃，如加热玻璃、憎水玻璃、抬头显示玻璃等。公司目前高端产品销售占比为 30% 以上，其中包边产品占比约为 20% 左右，其余为带有附加功能的玻璃。公司 2012 年汽车玻璃单价收入为 131 元/平方米或 529 元/套；2017 年公司汽车玻璃单价为 159 元/平方米或 640 元/套，年复合增长率为 3.9%。另外美国客户预计在 2018 年从中国工厂进口 210 万套汽车玻璃，若未能获得关税减免，出口汽车玻璃单价会继续上升。

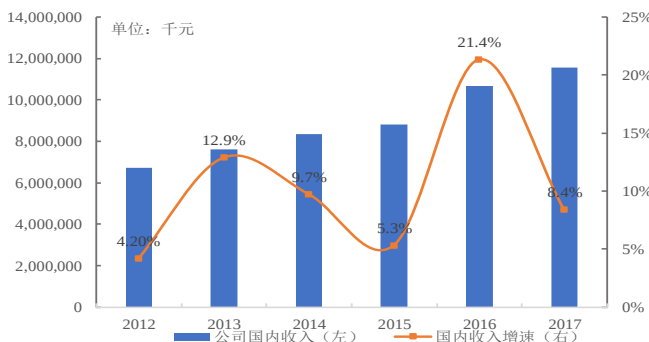
图19、公司汽车玻璃产品单价及增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

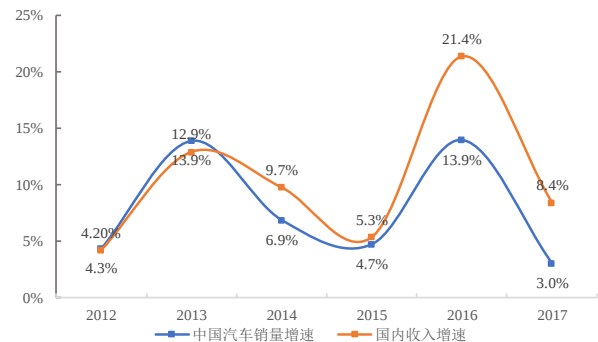
受益于汽车玻璃单车配套用量及价格的提升，福耀玻璃国内收入增速高于国内汽车销量增速。从2014年开始福耀玻璃的营收增速高于国内汽车销量增速，2012-2017年国内汽车销量复合增长率为8.4%，福耀玻璃国内收入复合增速为11.4%，高于国内汽车销量复合增速3个百分点。

图20、福耀玻璃国内收入及增速



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、福耀营收增速与国内汽车销量增速对比



资料来源：公司资料，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、布局全球，产能持续放量，海外盈利持续改善

3.2.1、扎根国内市场，加强内地产能建设

目前公司在中国17个省市建立了现代化生产基地和商务机构。目前公司汽车玻璃的配套客户有一汽大众、德国奥迪、宝马、长安福特、长安铃木、上汽通用、通用五菱、上汽大众、北京奔驰、北京现代、广汽本田、广汽丰田、东风日产、宇通客车、郑州日产、华晨宝马、克莱斯勒等。公司的生产基地挨靠整车厂建立，遍布中国17个省市。

图22、公司国内生产及商务基地



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在国内的汽车玻璃规划产能为 3,800 万套，目前可供生产的产能有 3,000 万套。2017 年公司共销售汽车玻璃 11,264 万平方米，按每辆车消耗 4.033 平方米汽车玻璃换算后，2017 年公司销售 2,793 万套汽车玻璃，其中国内销售 2,543 万套。公司在三个国家的整体产能利用率达到 75.9%，其中中国工厂产能利用率达到 84.8%。

表8、公司国内汽车玻璃产能

国内汽车玻璃生产基地	投产年份	规划产能（万套/年）	投资金额（亿元）	投产进度
福清本部	1987	400	1.6	完全投产
福耀长春	2002	300	2.6	完全投产
福耀重庆市区	2002	300	5	完全投产
福耀上海	2003	300	2.4	完全投产
北京福通	2007	150	4.9	停产，天津福耀承接产能
广州福耀	2007	450	6	完全投产
福耀湖北	2010	250	2.5	完全投产
郑州福耀	2013	300	4.2	完全投产
福耀沈阳	2013-2015	150	4.6	完全投产
福耀天津一期	2015	100	10	完全投产
福耀天津二期	2017	350		2017 投产，正在爬坡
福耀重庆万盛新区（扩建）	2017	350	6.5	2017 年 9 月投产
福耀苏州一期	2018 年底	200	N/A	在建
福耀苏州二期	2019 年底	200	N/A	未开工
国内总计		3,800		

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司规划浮法玻璃国内产能 158 万吨/年。2013 年中国约有 100 条汽车级浮法玻璃生产线，其中仅有 20%能够生产优质汽车级浮法玻璃。2013 年公司占全国优质汽车级浮法玻璃总产能的 36%，而公司竞争者上海耀皮、信义、圣戈班、金晶及旭硝子则分别占中国优质汽车级浮法玻璃总产能的 13%、13%、13%、7%及 6%。2017 年公司在中国生产浮法玻璃 114.2 万吨，目前国内已投产产能为 141.2 万吨，产能利用率达到 80.8%。2012 年、2013 年、2014 年公司已售汽车玻璃所用的浮法玻璃的 83.3%、86.6%及 76.0%源于内部供应。2017 年公司的浮法玻璃自给率达到 90%左右。公司目前在中国已有 8 条浮法玻璃生产线投产。本溪浮法玻璃生产线预计今年全部投产，届时公司浮法玻璃总产能将达到 186.2 万吨/年，自给率预计达到 90%以上。

表9、公司国内浮法玻璃产能

国内浮法玻璃生产基地	投产年份	规划产能（万吨/年）	生产线	投资金额（亿元）	投产进度
福耀福清	2005-2010	48.6	3	17	完全投产
吉林双辽	2006	16.2	1	5.5	完全投产
重庆万盛	2011-2012	32.4	2	6.8	完全投产
内蒙古通辽	2014	16	2	8.3	完全投产
辽宁本溪	2018	45	3	10	2018 年底
国内总计		158			

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2.2、稳健扩张海外产能，未来盈利能力可期

美国汽车玻璃市场动荡，为福耀进军提供契机。北美汽车玻璃市场由 PPG 及加迪安供应，南美由板硝子及圣戈班供应。2008 年 PPG 收购了法国式玛卡龙集团（全球大型涂料生产商之一）。这一举措加速了 PPG 业务重心的转移，更着重于发展涂料和特种产品，目前已经退出了汽车玻璃行业。2016 年加迪安工业公司 55.5%的股权被科氏工业公司收购。美国科氏工业集团是世界上最大的非上市公司之一，主要经营原油开采、石油炼化、管道运输等业务，是全球最大的道路沥青生产和供应商。此次收购使得美国本土汽车玻璃市场动荡加剧，为福耀玻璃的进入腾出空间。2016 年美洲汽车玻璃市场主要由旭硝子、板硝子和福耀玻璃三家公司占领，市占率分别为 24%、24%和 15%。目前福耀玻璃在中国的市占率在 60%以上，未来增长空间有限，因此公司在海外市场份额的争夺结果决定了公司的发展空间。公司进入美国市场较晚，目前主要竞争对手是旭硝子和板硝子。相较于旭硝子和板硝子，福耀更专注于汽车玻璃业务，能够相对较快的对市场信息进行反应调整。

此外，由于公司逐渐度过了对美国市场“水土不服”的时期，对工人的培训和成本管控逐渐进入正轨，产能利用率增长较快，预计 2020 年达到 85%。

公司在海外规划汽车玻璃产能 680 万套，其中美国 550 万套，俄罗斯 130 万套。浮法玻璃海外规划产能 28 万吨/年。目前福耀集团已在美国、俄罗斯、德国、日本、韩国等 9 个国家和地区建立现代化生产基地和商务机构，并在中美德设立 6 个设计中心。2017 年公司在美国销售汽车玻璃 200 万套，在俄罗斯销售 50 万套。美国工厂汽车玻璃产能利用率达到 36.5%，俄罗斯工厂产能利用率达到 38.7%。

表10、公司在海外产能布局

产品	国外汽车玻璃生产基地	投产年份	规划产能(万套/年)	投资金额(亿元)	投产进度
汽车玻璃	美国俄亥俄州一期	2015	300	35.4	正在爬坡
	美国俄亥俄州二期	2017	250		
	俄罗斯一期	2015	130	13	未完全释放
浮法玻璃	美国伊利诺亚	2016	28 万吨	15.6	

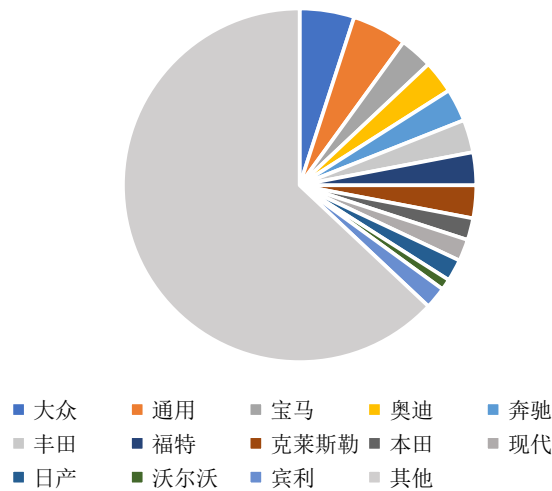
资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在美国扭亏为盈，盈利能力大幅提升。美国的工业天然气价格是国内的 50%，产品运费和综合所得税低于国内。但美国的人工成本是国内的 3.5 倍左右。因此综合来看，公司在美国的成本与国内相当。美国工厂的盈利能力与产品单价及工厂的产能利用率挂钩。16 年美国工厂销售汽车玻璃 90 万套，实现营收 7.2 亿元，亏损 2.9 亿元，2017 年实现盈亏平衡。2018 年 1-9 月海外汽车玻璃营收同比增加 22.92%，三季单季度海外汽玻营收同比增加 23% 左右。2018 年海外汽车玻璃业务一季度盈利 831 万美元，二季度盈利 1097 万美元，三季度盈利 1303 万美元。2018 年美国工厂预计销售 310 万套，1H2018 已经完成 45%。随着产能的持续爬坡，产品附加值的不断提升，2018 年美国工厂盈利将持续增加，预计全年可实现盈利 2.7 亿元人民币。预计 2020 年公司在美国共生产 468 万套汽车玻璃，营收在 39 亿元左右。

3.3、优质客户遍布全球，抗风险能力强

公司下游客户分散，抗风险能力强。公司客户涵盖了所有的主流品牌，包括宾利、奔驰、宝马、奥迪、通用、丰田、大众、福特、克莱斯勒、日产、本田、现代、菲亚特、沃尔沃、路虎等世界知名品牌。所生产的产品适用车型包括凯迪拉克、别克新君越、奥迪 A6L、吉利帝豪、丰田卡罗拉、奥迪 A3/A6/Q5、一汽大众 golf、福特蒙迪欧、大众途观/POLO/宝马等品牌和车型。公司的客户十分分散，2017 年公司前五大客户占公司总收入的 16%，公司最大的客户大众和通用销售额分别占福耀总收入的 4%-5% 之间。公司在德系和美系车中市占率较高，日系车由于被旭硝子及板硝子垄断，市占率较低。

图23、公司客户结构分散

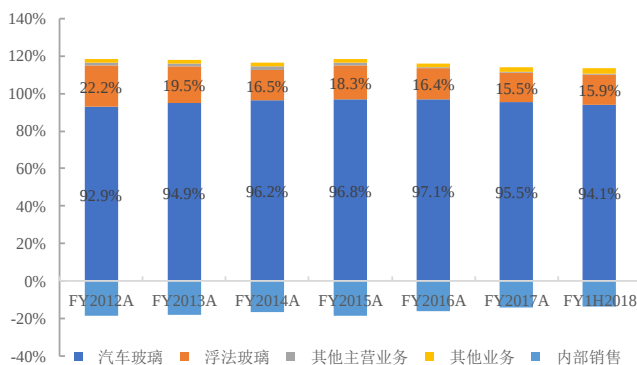


资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

3.4、专注汽车玻璃业务，利润率行业第一

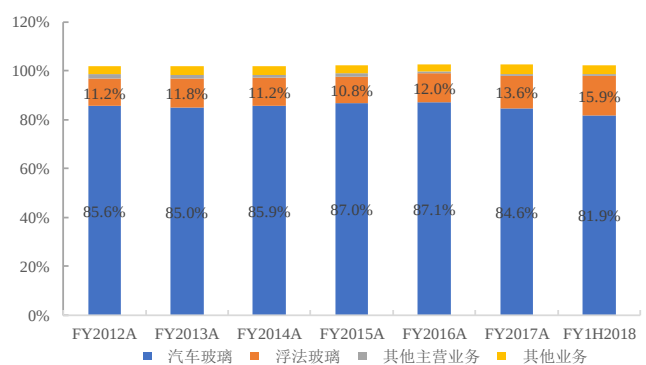
从收入和利润结构看，汽车玻璃业务为公司营收和利润贡献主体。公司主要收入来自于汽车玻璃的销售。公司汽车玻璃业务从2017年开始营收占比在90%以上，1H2018占比94.1%，是利润贡献主体。2017年公司来自于汽车玻璃的毛利为65.9亿元，占比约84.6%；1H2018公司来自于汽车玻璃的毛利为33.9亿元，占比约81.9%。

图24、各业务收入占比变化



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图25、各业务毛利占比变化

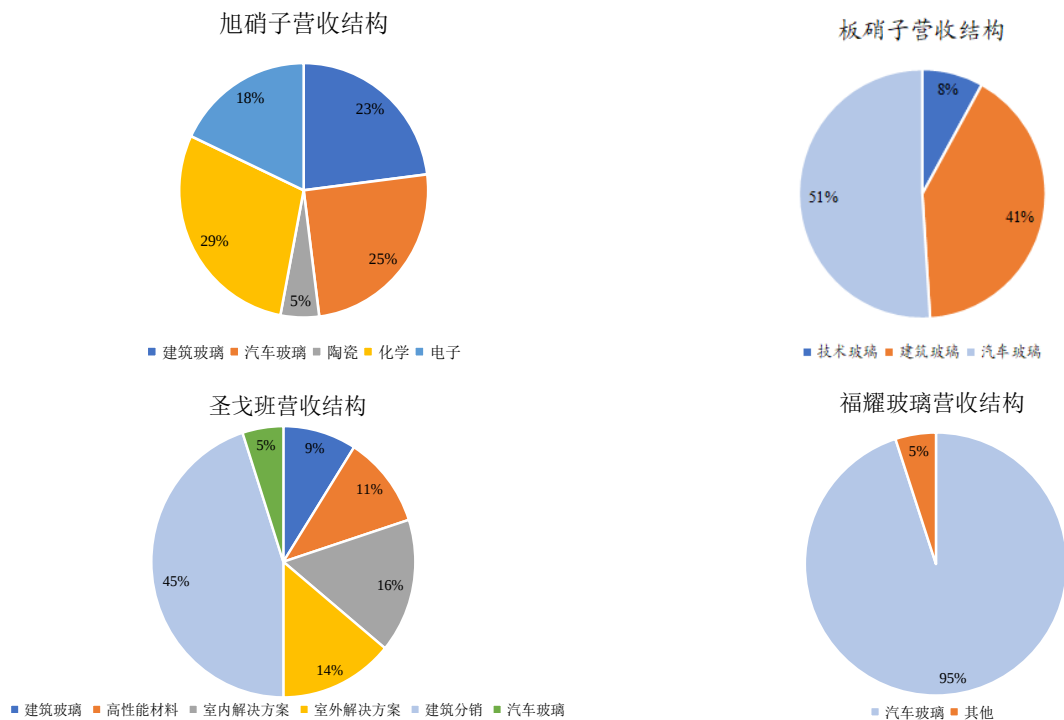


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司在汽车玻璃领域的专注度远高于竞争对手。2017年公司的汽车玻璃业务创造营业收入178亿元，占总营收的90%以上，远远超过旭硝子（26%）、板硝子（51%）及圣戈班（5%）的汽车玻璃业务营收占比。这三大龙头近年来汽车玻璃业务增长缓慢，竞争力减弱。与之相反，福耀玻璃在汽车玻璃领域不断深耕，通过30余年的发展，成为全球规模最大的汽车玻璃专业供应商，营业利润率持续维持高位。另外，公司在汽车玻璃信息技术与生产自动化领域不断创新，荣获了多个奖项，

被称为“改变世界汽车玻璃行业格局的企业”。曹德旺先生曾表示“专一且专业的坚守态度与匠人精神是福耀玻璃始终坚持的决心与使命，它是福耀玻璃对客户的承诺，也是公司维持极高市占率的护城河。”福耀的使命感赢得了全球汽车厂商、用户、供应商及投资者的信赖。

图26、2017 年各龙头企业营收结构对比



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

专注于汽车玻璃业务，将所有资源聚焦于汽车玻璃的生产销售有利于公司快速响应汽车市场的需求，通过与客户高效沟通赢得客户信赖，进而提高市场份额。

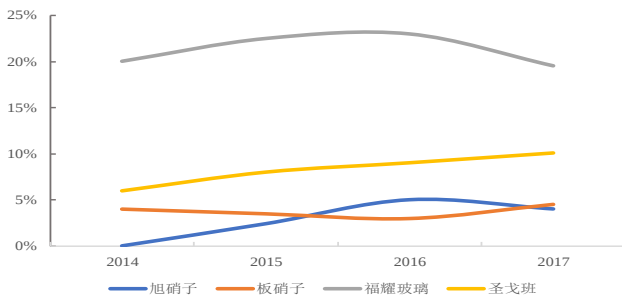
从成本结构看，公司专注于构建汽车玻璃生产纵深产业链，浮法玻璃自给率预计达到约 90%。公司只有两种主要的产品：汽车玻璃及浮法玻璃，而浮法玻璃是汽车玻璃的重要生产原料。2018 年上半年公司浮法玻璃创造营收 16 亿元，其中内部销售 13.8 亿元，浮法玻璃自给率维持在 90%左右。从汽车玻璃的成本结构来看，浮法玻璃占比 33%，PVB 膜占比 15%，其他原辅材料占比 17%。福耀专注于汽车玻璃的生产，为降低成本及风险，原材料尽量内购。公司在海南建有硅砂基地，目前只有 PVB 膜及纯碱等重要原料是外部采购。另外，福耀建立了较完善的浮法技术、工艺设备研发制造体系，构建了全球布局的 R&D 中心和独特的人才留存机制。公司自己设计生产线，设备自制率高，不仅节省了购置费用，也可以通过不断改善技术提高良品率，为公司的高效永续发展打下基础。

产业链整合见成效，成本优势助力公司利润率行业第一。随着近年来公司产业链不断整合升级，浮法玻璃的产能不断提升，供应稳定，产品质量一致，汽车玻璃

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

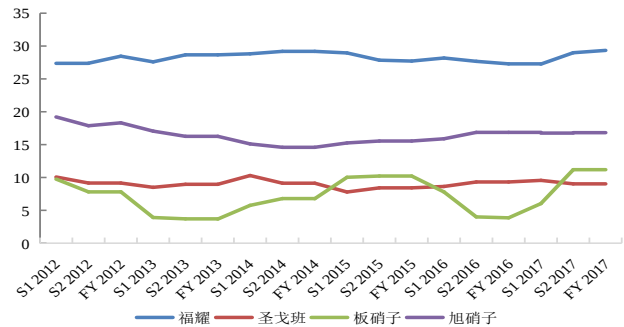
业务的生产成本不断降低。福耀玻璃的汽车玻璃业务营业利润率已经连续 4 年维持在 20% 左右, 而其他三家都在 10% 以下。公司的综合毛利率连续 5 年维持在 40% 以上, 远远高于其他龙头, 成本优势明显。另外, 上文提到的公司产品附加值提升, 产能利用率提升及下游客户优质分散都是公司利润率高于竞争者的原因。

图27、汽车玻璃业务营业利润率对比



资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图28、EBITDA 利润率



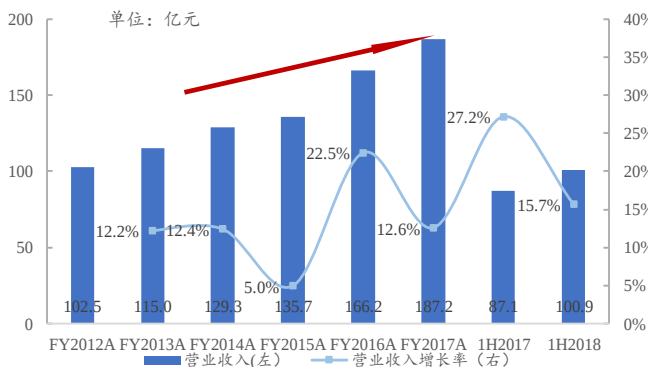
资料来源：公开资料，兴业证券经济与金融研究院整理

4、财务分析

4.1、公司业绩：营收持续增长，毛利率超预期

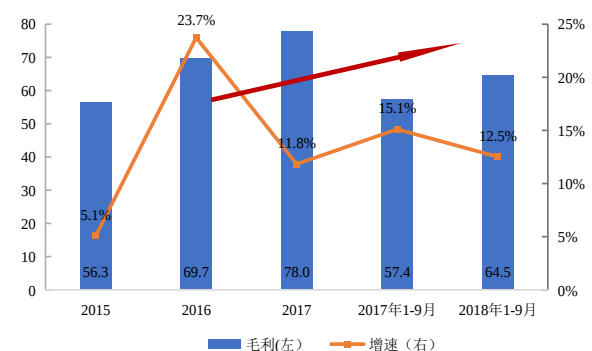
- **营业收入：**公司营业收入连续 6 年持续增长。2017 年公司录得营业收入人民币 187.2 亿元，较 2016 年同期的 166.2 亿元增长 12.6%。2018 年 1-9 月实现营业收入 151.2 亿元，同比增长 12.9%。
- **毛利率：**毛利率连续 5 年维持在 40% 以上。公司综合毛利为 78.0 亿元，较 2016 年的 69.7 亿元增长 11.8%。2017 年综合毛利率维持在 41.7%，与 2016 年基本持平，连续 5 年维持在 40% 以上。2018 年 1-9 月录得毛利率 42.7%，同比基本持平。

图29、营业收入及增速同比情况



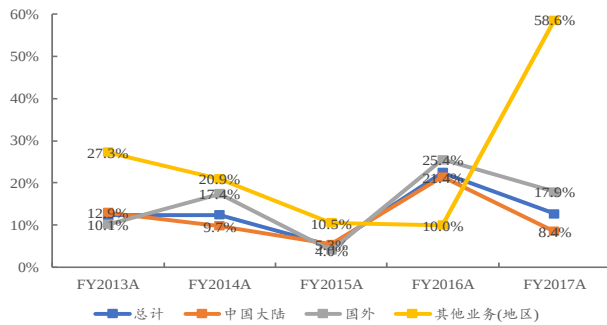
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图30、公司毛利及增速历年情况 (%)



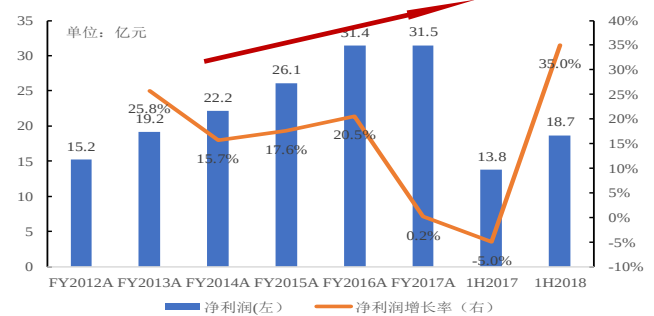
资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图31、分区营业收入增速同比情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

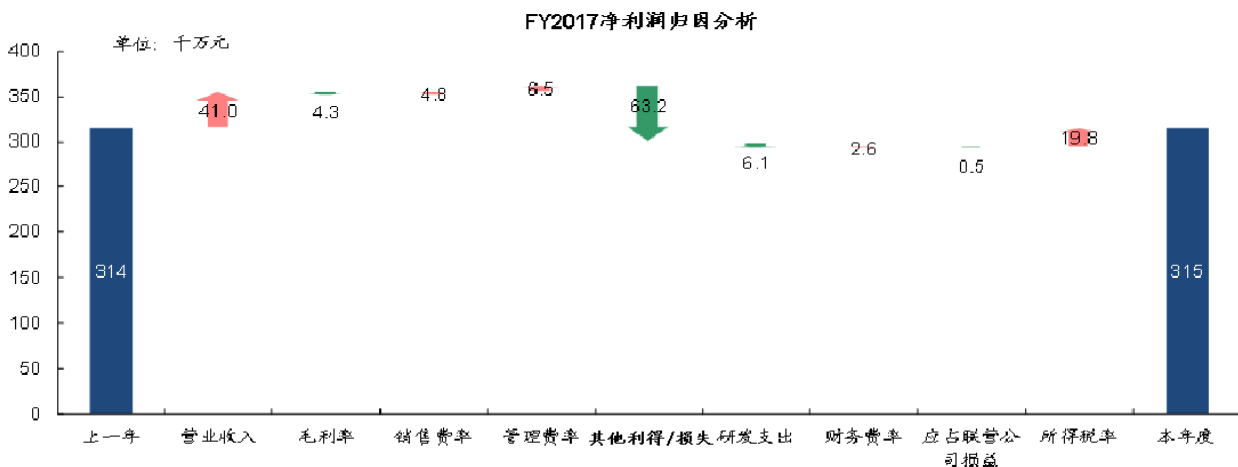
图32、公司历年净利及增速情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **净利润**：2017 年公司实现归属股东的净利润 31.5 亿元，同比增长 0.2%。从 2017 年净利润的归因分析来看，公司净利润增长主要源于营业收入增长和有效所得税率下降的贡献，但被其他利得/损失的上升、以及研发支出相对于 2016 年增加所冲减。其中其他利得/损失的上升主要由于汇兑损失大幅提高，由 2016 年收益人民币 4.6 亿变成 2017 年的亏损 3.9 亿元。

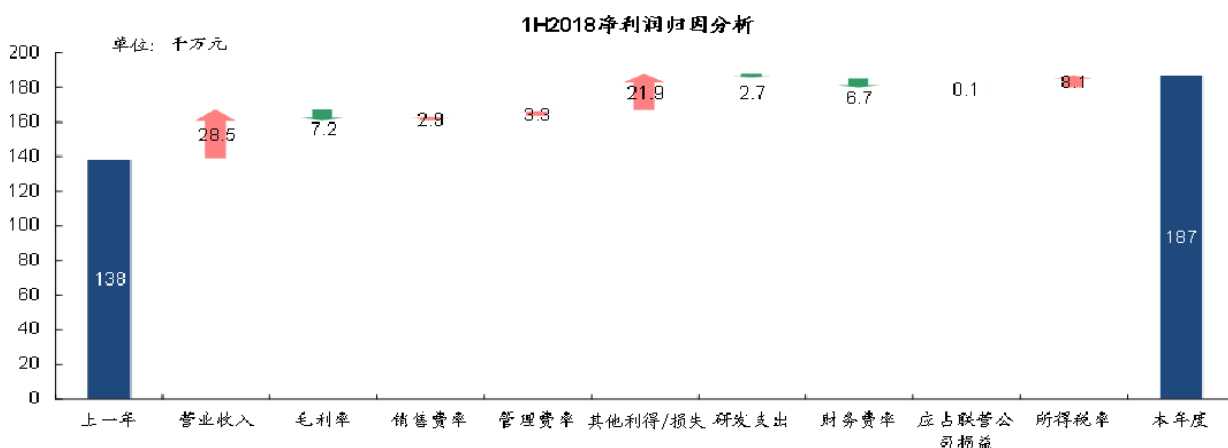
图33、2017 年净利润归因分析



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

从 1H2018 年净利润的归因分析来看，公司净利润增长主要源于营业收入增长和其他利得科目增长的贡献，但被毛利率下降、财务费用率相对于 2017 年增加所冲减。其中毛利率下降主要由于收入上升所致，其他利得增加主要由汇兑收益大幅增加所致。1H2017 汇兑损失 1.7 亿元，1H2018 汇兑收益 0.6 亿元。另外，衍生金融工具公允价值变动由-0.3 亿元增加到 0.2 亿元。

图34、1H2018 年净利润归因分析



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

- **汇率敏感性分析：**由于公司的若干子公司在美国和俄罗斯经营，其功能货币为美元和卢布。公司还将产品出口至海外，其销售产品主要以美元和欧元计值及估算。此外，一定的现金及现今等价物、贸易应收款项、其他应收款、贸易应付款和其他应付款以外币计量，因此公司的主要外汇风险产生于美元、欧元和卢布。目前公司采用远期外汇合约部分降低外汇变动产生的风险。数据显示，当人民币兑美元升值 10%，公司 2017 年净利润减少 4.05 亿元；人民币兑美元贬值 10%，净利润增加 4.05 亿元。

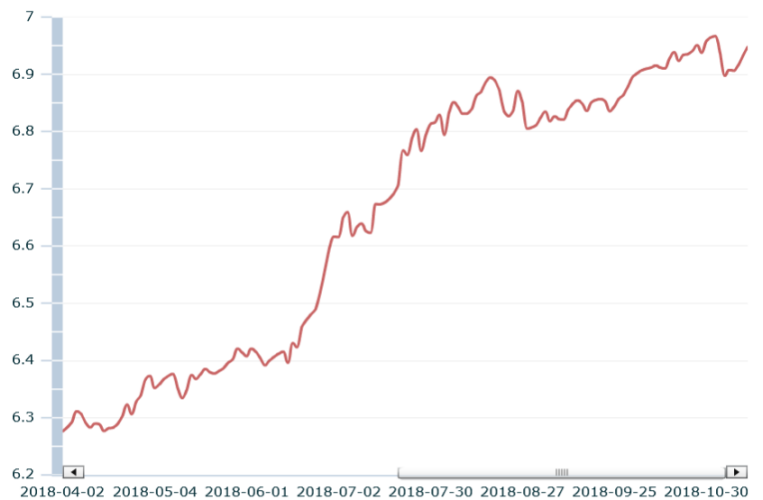
表11、汇率对公司净利润的影响

汇率变动	2015 净利润增加/(减少) 千元	2016	2017
人民币兑美元			
升值 10%	(461,696)	(494,881)	(404,764)
贬值 10%	461,696	494,881	404,764
人民币兑欧元			
升值 10%	(3,067)	(16,892)	(19,754)
贬值 10%	3,067	16,892	19,754
人民币对卢布			
升值 10%	1,977	(3,377)	NA
贬值 10%	(1,977)	3,377	NA

资料来源：公司年报、兴业证券经济与金融研究院整理

2018 年人民币兑美元贬值接近 10%，1-9 月汇率变动使得公司财务费用收益 3.04 亿元人民币，去年同期损失 3.04 亿元。1-9 月汇率变动使得公司现金流增加 2.66 亿元人民币，去年同期减少 2.43 亿元人民币。

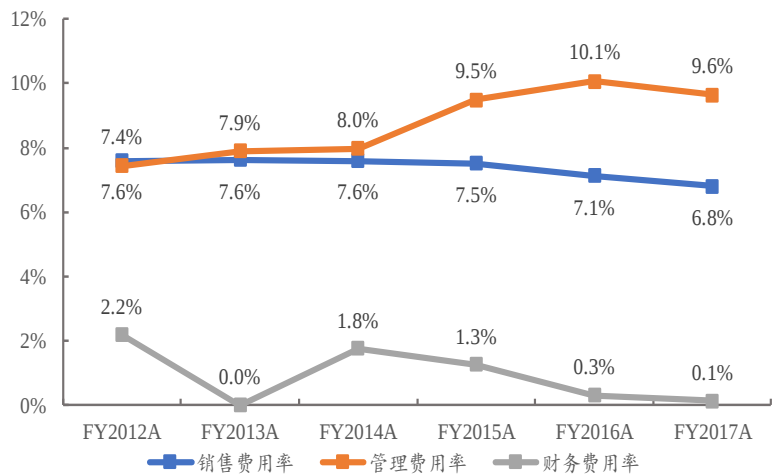
图35、人民币元/1 美元



资料来源：中国人民银行，兴业证券经济与金融研究院整理

- **费用率：智能化管理系统见成效，费用率稳步下降。**期内，公司推进大部屋精益运营力度，通过五星班组建设、精益带级人才带动、部门精益活动全方位全价值链促成降本增效落地。2018 年 1-9 月，公司的销售费用率及研发费用率同比持平，管理费用率及财务费用率大幅下降。财务费用减少主要原因是汇兑产生收益。

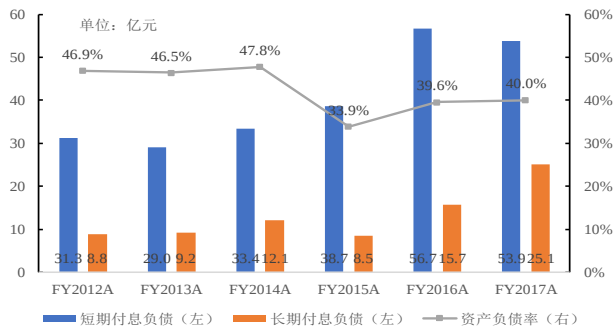
图36、费用率历年情况



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

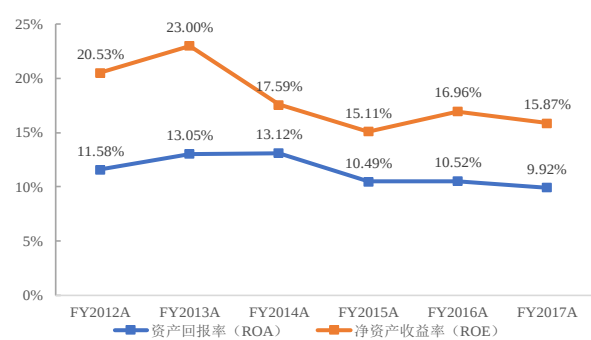
- **资产负债率：**截止 2017 年，公司短期借款 53.9 亿元，长期借款 25.1 亿元，资产负债率为 40%，同比轻微上浮 0.46 个百分点，仍保持较强的偿债能力。未来随着业绩持续增长，公司将有能力保持较低负债水平。
- **ROE、ROA：**公司历年净资产收益率 ROE 基本在 15% 以上，ROA 在 10% 左右，盈利能力较强。

图37、公司历年资产负债率



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图38、公司历年 ROA、ROE



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

5、盈利预测与估值

5.1、盈利预测

1、收入预测：

- **中国内地汽车玻璃业务（含出口）：**根据对产能及产能利用率的预测，预计2018-2020年公司汽车玻璃在中国产量增速分别为0%、4.6%及4.0%。假设公司汽车玻璃销量增速与产量增速一致，则预计公司中国汽车玻璃销量会由2017年的2,543万套/年增加至2020年的2,766万套/年。由于公司高附加值产品占比不断提升，预计2018-2020年价格以每年2.5%的速度增长。综上，公司国内汽车玻璃业务分别以2.5%、7.2%及6.6%的速度增长至2020年的186.4亿元。

- **国外汽车玻璃业务：**2017年福耀美国工厂约生产汽车玻璃210万套，销售200万套。福耀美国工厂具备产能550万套，随着产能持续爬坡及美国市场市占率提升，2020年有望将产能利用率提升到85%（产能的15-20%用于开发，85%基本为满产水平）。2018年预计销售310万套汽车玻璃，2020年销量有望达到445万套。鉴于目前在美国售价较高，预计2018-2020年售价以每年2.5%的速度增长。预计2020年美国汽车玻璃业务营收将达到38.5亿元。

2017年福耀俄罗斯工厂销售汽车玻璃50万套左右，录得营业收入3.5亿元。福耀俄罗斯工厂具备产能130万套，随着产能持续爬坡，2020年有望将产能利用率提升到80%以上，销量有望达到109万套。预计未来单套价格以每年约2%的速度增长，预计2020年公司俄罗斯汽车玻璃业务收入有望达到8.2亿元。

- **浮法玻璃业务：**公司国内浮法玻璃总产能为158万吨，国外产能为28万吨，目前已投产141万吨。2017年公司共销售浮法玻璃110万吨，单价为约2,633

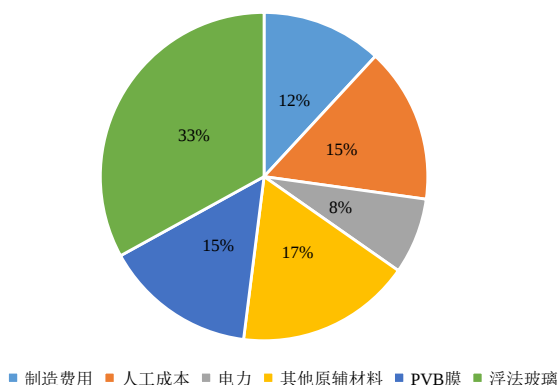
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

元/吨。预计销量以每年 10% 的速度增长，单价稳定，则预计 2020 年浮法玻璃业务包含内部销售总收入有望达到 35.8 亿元。预计 2020 年去除内部销售后的浮法玻璃业务收入为 3.6 亿元。

2、毛利率预测：

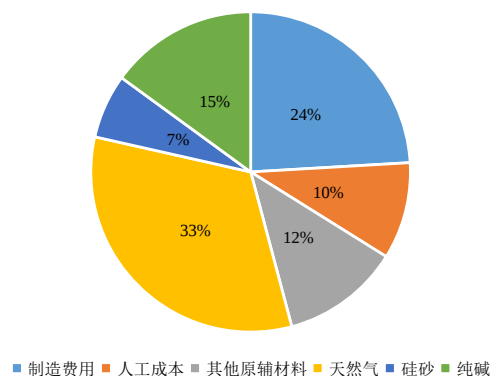
原材料价格平稳。公司汽车玻璃成本包括浮法玻璃、PVB 膜、其他原辅材料、能源成本、人工成本与制造费用。自 2015 年起，诸如浮法玻璃、聚乙烯、工业天然气之类的原材料商品价格反弹，但 2017 年起价格开始下降，如今价格相对平稳。浮法玻璃目前价格在 70 元/重量箱左右，预计未来有下降趋势。而自 2016 年底起，全国电煤价格指数涨势迅猛，从 315 涨到 567，涨幅达到 80%。近期价格有下降趋势，但仍维持高位。重质纯碱从 1,150 元/吨上涨到 2,050 元/吨，涨幅达到 78%，最近有上升趋势。由于公司与杜邦、积水及伊士曼全球前三大 PVB 制造商签订长期供应合同来保障 PVB 的稳定供应，公司 PVB 成本依然比较稳定。

图39、公司汽车玻璃成本结构



资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、公司浮法玻璃成本结构

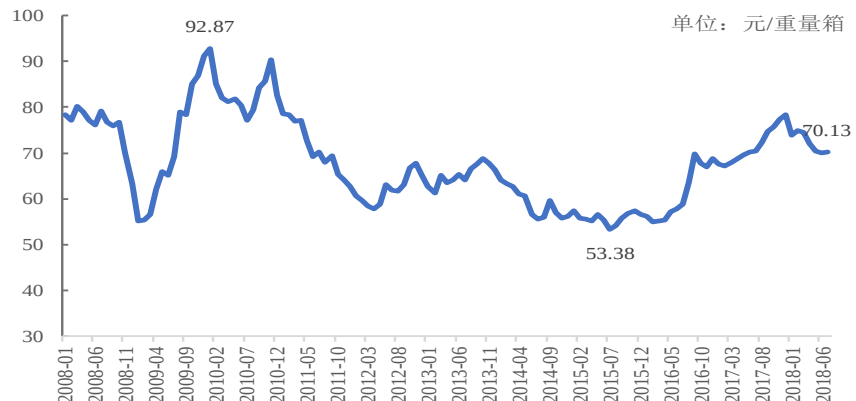


资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院整理

公司浮法玻璃高度自足。通过垂直整合主要原料的上游生产，公司能以显著的成本优势确保优质浮法玻璃的稳定供应，有效控制成本，提高毛利率。预计浮法玻璃的自足率会在 90% 左右。

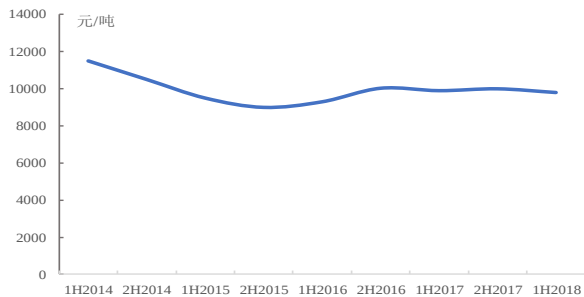
我们预计原材料价格随后将平稳上升，但公司销量仍将保持增长，提升生产效率，且公司已同一些供应商签订长期合约以削弱原材料价格提升所带来的影响，加上受到汇率持续走低的正面影响，毛利率将稳定在 42%-42.5% 左右。

图41、全国浮法玻璃销售加权平均价



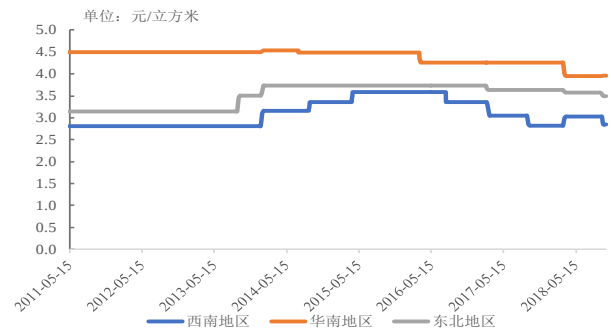
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、聚乙烯全国市场均价



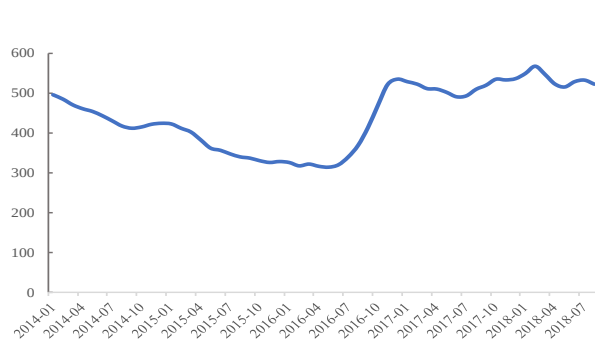
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图43、工业天然气市场价格



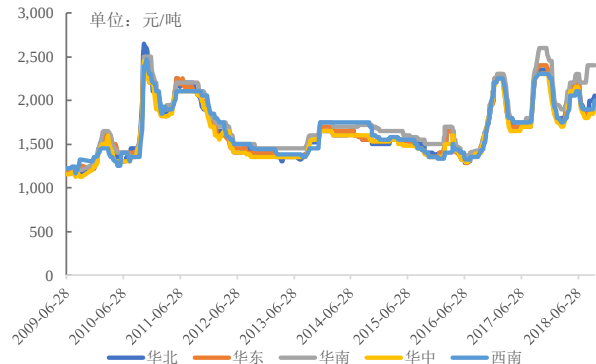
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、全国电煤价格指数



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、重质纯碱市场价格



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、费用率预测：

- **销售费用率：**由于公司近几年持续扩张海外市场，加强了消费者沟通，提升了品牌价值，销售团队规模逐渐扩大，因此假设未来几年销售费用基数较大，增速逐渐放缓。
- **管理费用率：**公司美国工厂工人成本管控逐渐改善，工厂效率提升。另外，公司不断推进 ERP 改革，有利部门作出更快更准确的决定，提升营运效率。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

但随着社保改革，公司薪酬压力加剧，因此假设管理费用率小幅下降。

- **财务费用率：**由于公司计划借款增加及借款利率上升，预计财务费用率略微增加。

表12、公司盈利预测

		2017 年	2018E	2019E	2020E
汽车玻璃业务总收入	销量（万套）	2,793	2,908	3,122	3,321
	YOY	6%	4.1%	7.4%	6.4%
	单价（元/套）	640	662	682	702
	YOY	4.1%	3.4%	3.0%	2.9%
	收入（千元）	17,868,123	19,240,348	21,286,830	23,306,869
	YOY	11%	7.7%	10.6%	9.5%
国内汽车玻璃业务	销量（万套）	2,543	2,543	2,660	2,766
	YOY	1.3%	0.0%	4.6%	4.0%
	单价（元/套）	626	641	657	674
	YOY	2.9%	2.5%	2.5%	2.5%
	收入（千元）	15,911,723	16,306,329	17,485,000	18,638,742
	YOY	4.2%	2.5%	7.2%	6.6%
美国汽车玻璃业务	销量（万套）	200	295	371	445
	YOY	150%	47.6%	25.8%	19.9%
	单价（元/套）	803	823	844	865
	YOY	2%	2.5%	2.5%	2.5%
	收入（千元）	1,606,400	2,430,636	3,134,345	3,851,125
	YOY	154%	51.3%	29.0%	22.9%
俄罗斯汽车玻璃业务	销量（万套）	50	70	91	109
	YOY	42%	40.0%	30.0%	20.0%
	单价（元/套）	703	719	734	748
	YOY	3%	2.3%	2.0%	2.0%
	收入（千元）	350,000	503,383	667,486	817,003
	YOY	47%	43.8%	32.6%	22.4%
公司总收入	收入（千元）	18,715,609	20,374,551	22,240,645	24,156,628
	YOY	12.6%	8.9%	9.2%	8.6%
毛利率		41.7%	42.0%	42.3%	42.5%
销售费用率		-6.81%	-6.60%	-6.40%	-6.40%
管理费用率		-9.64%	-9.30%	-9.00%	-8.90%
财务费用率		-0.14%	-0.15%	-0.15%	-0.15%
归属净利润（万元）		3,148,221	4,107,678	4,382,622	4,801,620
	YoY	0.2%	30.5%	6.7%	9.6%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

根据以上假设，我们预测公司 2018-2020 分别实现营业收入 203.7/222.4/241.6 亿

元，同比增长 8.9%/9.2%/8.6%，实现归属母公司净利润 41.1/43.8/48.0 亿元，同比增长 30.5%/6.7%/9.6%。

5.2、估值与评级

绝对估值：采用自由现金流（FCFF）折现法进行估值。WACC 计算时选择 5 年期国债收益率 3.3%为无风险利率，市场平均收益率采用为 10.0%，Beta 值为 0.9，所得税率维持在 17.4%。计算得出 WACC 为 8.4%。

表13、WACC 计算过程

Beta	0.9
无风险利率	3.3%
市场收益率	10.0%
股权成本	9.3%
债务成本	3.7%
税率	17.4%
税后债务成本	3.7%
债权比例	15.9%
股权比例	84.1%
WACC	8.4%

资料来源：公司资料，兴业证券经济与金融研究院

采用两阶段折现现金流方法进行计算。第一阶段为 2018-2020 财年，自由现金流来自预测利润表计算。第二阶段为 2020-2027 财年，假设自由现金流增速从 20%逐年递减。永续增长率假设为 3.5%。公司的 FCFF 折现计算的股权价值为 710.0 亿元，即每股 28.3 元。

相对估值分析：

- 纵向来看，公司历史 PE 较高，当前公司股价（2018/11/23）对应 2018 财年 P/E 为 13.1x。
- 横向来看，公司当前股价对应 2018/2019 财年 PE 分别为 13.1x/12.2x，而行业 2018/19 年平均 PE 分别为 6.5x/8.6x，公司估值高于行业平均水平。

表14、行业估值表

公司	代码	收盘价 (RMB)	市值 (亿元)	PE			股息率
		2018/11/23		2017A	2018E	2019E	2017A
长城汽车	2333.HK	4.32	394	7.9	6.7	6.3	4.1%
吉利汽车	0175.HK	13.27	1,191	11.4	8.2	6.3	1.8%
华晨中国	1114.HK	5.94	300	6.8	4.5	3.7	1.5%
广汽集团	2238.HK	6.91	705	4.2	5.6	4.9	6.0%
北京汽车	1958.HK	3.96	317	13.2	5.5	3.9	2.5%
协众国际	3663.HK	1.33	11	-26.6	-44.4	10.2	NA
比亚迪	1211.HK	49.58	1,353	35.4	39.4	27.1	0.3%
敏实集团	0425.HK	23.42	268	13.3	12.5	10.5	3.0%
旭硝子	5201.T	234.01	543	12.6	10.4	9.8	2.5%
板硝子	5202.T	56.58	51	14.3	13.6	6.5	NA
信义玻璃	0868.HK	7.28	291	7.3	6.3	5.6	5.5%
圣戈班	SGO.PA	251.65	2,781	9.1	9.9	8.8	2.0%
福耀玻璃	3606.HK	21.38	536	17.0	13.1	12.2	3.6%
平均值				9.1	6.5	8.6	2.9%
中位数				10.3	7.5	6.4	2.5%

资料来源：公司资料，wind，兴业证券经济与金融研究院

图46、PE Band



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从 PE Band 来看，公司近几年 PE 为 17-20 倍左右，市场低迷时期为 11-14 倍左右。考虑到公司稳定的高增长预期，出色的盈利能力，以及在美国市场巨大的成长空间，市场给予公司超出行业平均水平的估值具备合理性。根据 PE Band 及 DCF 模型（WACC=8.4%，Perpetual g=3.5%），我们给予公司股票目标价 28.0 港元，对应 2018/19 财年 PE 分别为 15.2 倍及 14.2 倍，相比现价（2018/11/23）24.1 港元有 16.2% 的涨幅，给予“审慎增持”评级。

6、风险提示

- 1、公司产能不达预期；
- 2、汽车销量不达预期；
- 3、汇率波动；
- 4、原材料价格超预期波动。

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E					
流动资产	15,006	17,344	18,533	19,464					
存货	2,975	3,220	3,496	3,784					
应收账款及其他应收款项	5,198	5,263	5,745	6,239					
其他流动资产	129	300	129	129					
货币资金	6,704	8,562	9,163	9,311					
持有待售资产	0	0	0	0					
非流动资产	16,711	18,902	20,921	22,781					
固定资产	15,973	18,168	20,191	22,054					
物业、厂房及设备	14,990	17,110	19,060	20,854					
土地使用权	983	1,058	1,131	1,200					
无形资产	144	140	136	133					
对子公司投资	0	0	0	0					
递延税项资产	281	281	281	281					
其他	314	314	314	314					
资产总计	31,717	36,246	39,454	42,245					
流动负债	9,679	11,793	12,709	13,839					
应付账款	4,040	4,254	4,620	5,000					
短期借款	5,388	7,088	7,838	8,588					
融资租赁负债	0	0	0	0					
其他流动负债	251	451	251	251					
非流动负债	3,020	3,584	4,124	3,864					
长期借款	2,510	3,010	3,510	3,210					
递延税项负债	76	100	100	100					
负债合计	12,699	15,377	16,833	17,703					
股本	2,509	2,509	2,509	2,509					
储备	16,710	18,353	20,106	22,027					
其他综合性收益	-204	0	0	0					
少数股东权益	4	7	6	6					
股东权益合计	19,019	20,869	22,621	24,542					
负债及权益合计	31,717	36,246	39,454	42,245					

现金流量表

会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
净利润	3,148	4,107	4,382	4,802
折旧和摊销	1,392	1,088	1,239	1,378
财务费用	26	31	33	36
非经常性损益	(400)	294	14	(6)
营运资金的变动	299	66	422	402
长期经营性负债增加	(32)	64	40	40
其他非现金调整	24	0	0	0
经营活动产生现金流量	4,658	4,930	5,258	5,860
投资活动产生现金流量	(3,376)	(2,985)	(3,244)	(3,245)
融资活动产生现金流量	(1,456)	(291)	(1,413)	(2,467)
现金净变动	(495)	1,858	601	148
现金的期初余额	7,199	6,704	8,562	9,163
现金的期末余额	6,704	8,562	9,163	9,311

利润表					单位:百万元				
会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E					
营业收入	18,716	20,375	22,241	24,157					
营业成本	-10,918	-11,817	-12,833	-13,890					
毛利	7,798	8,557	9,408	10,267					
销售费用	-1,274	-1,345	-1,423	-1,546					
管理费用	-1,803	-1,895	-2,002	-2,150					
其他损失/利得	-206	506	245	244					
研发开支	-803	-815	-890	-966					
营业利润	3,711	5,009	5,338	5,848					
财务费用	-26	-31	-33	-36					
权益性投资损益	-6	-6	-6	-6					
利润总额	3,679	4,972	5,298	5,806					
所得税	-531	-865	-917	-1,004					
净利润	3,148	4,107	4,382	4,802					
少数股东损益	-1	-1	-1	0					
归属母公司净利润	3,148	4,108	4,383	4,802					
EPS(元)	1.25	1.64	1.75	1.91					

主要财务比率

会计年度	FY2017A	FY2018E	FY2019E	FY2020E
成长性(%)				
营业收入增长率	12.6%	8.9%	9.2%	8.6%
营业利润增长率	-6.5%	35.0%	6.6%	9.6%
净利润增长率	0.2%	30.5%	6.7%	9.6%
盈利能力(%)				
毛利率	41.7%	42.0%	42.3%	42.5%
净利率	16.8%	20.2%	19.7%	19.9%
ROE	17.0%	19.7%	20.2%	20.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	40.0%	42.4%	42.7%	41.9%
流动比率	1.55	1.47	1.46	1.41
速动比率	1.24	1.20	1.18	1.13
营运能力(次)				
资产周转率	0.61	0.56	0.59	0.59
存货周转率	3.79	3.67	3.82	3.82
每股资料(元)				
每股收益	1.25	1.64	1.75	1.91
每股经营现金	1.86	1.97	2.10	2.34
每股净资产	7.58	8.32	9.01	9.78
估值比率(倍)				
PE	17.03	13.06	12.24	11.17
PB	2.82	2.57	2.37	2.19

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyqz.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与大森控股集团有限公司、兴证国际金融集团有限公司、尚捷集团控股有限公司、Dangdai Henju International Inc.、阳光油砂有限公司、立高控股有限公司、浦江中国控股有限公司、建发国际投资集团有限公司、中国万桐园（控股）有限公司、众诚能源控股有限公司、高萌科技集团有限公司、德斯控股有限公司、海天能源国际有限公司、普天通信集团有限公司、中国山东高速金融集团有限公司、航蓝星控股有限公司、惠理集团有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、森浩集团股份有限公司、龙皇集团控股有限公司、民信国际控股有限公司、浙商银行股份有限公司、MS Concept Limited、惠陶集团（控股）有限公司、信源企业集团有限公司、银合控股有限公司、Republic Healthcare Limited、江西银行股份有限公司、胜利证券（控股）有限公司、百应租赁控股有限公司、融创中国控股有限公司、华夏幸福基业股份有限公司、永续农业发展有限公司、山东黄金矿业股份有限公司、恒益控股有限公司、成志控股有限公司、朗诗绿色集团有限公司、永升生活服务集团有限公司、时代中国控股有限公司和中原银行股份有限公司有投资银行业务关系。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司（香港证监会中央编号：AYE823）于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。